



Public Disclosure Authorized

---

# KHAI MỞ TIỀM NĂNG THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM

2023

---



# Khai mở tiềm năng thị trường vốn Việt Nam

2023



Với sự hỗ trợ của



Schweizerische Eidgenossenschaft  
Confédération suisse  
Confederazione Svizzera  
Confederaziun svizra

Swiss Confederation

Federal Department of Economic Affairs,  
Education and Research EAER  
State Secretariat for Economic Affairs SECO

© 2023 Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế / Ngân hàng Thế giới  
1818 H Street NW, Washington DC 20433  
Telephone: 202-473-1000. Internet: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

Báo cáo này là sản phẩm do chuyên gia của Ngân hàng Thế giới và các chuyên gia tư vấn thực hiện. Các kết quả, giải thích và kết luận đưa ra trong báo cáo này không phản ánh quan điểm chính thức của Ngân hàng Thế giới, Ban Giám đốc điều hành Ngân hàng Thế giới hoặc các Chính phủ mà họ đại diện. Ngân hàng Thế giới không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ hoặc tính thời sự của dữ liệu được sử dụng trong báo cáo và không chịu trách nhiệm về bất kỳ sai sót, thiếu sót hoặc tính thiếu nhất quán trong thông tin cũng như trách nhiệm pháp lý đối với việc sử dụng hoặc không sử dụng thông tin, phương pháp, quy trình hoặc kết luận đưa ra. Đường biên giới, màu sắc, tên gọi và các thông tin khác biểu hiện trên các bản đồ trong báo cáo này không hàm ý bất kỳ đánh giá nào của Ngân hàng Thế giới về vị thế pháp lý của bất kỳ vùng lãnh thổ nào và cũng không thể hiện bất kỳ sự ủng hộ hay chấp nhận nào của Ngân hàng Thế giới về các đường biên giới đó.

Không có nội dung nào trong báo cáo này cấu thành hoặc được hiểu hoặc được coi là hạn chế hay từ bỏ các đặc quyền và miễn trừ của Ngân hàng Thế giới, tất cả những điều trên được bảo lưu.

#### **Quyền và Sự cho phép**

Nội dung trong báo cáo này đều tuân theo quyền bản quyền. Vì Ngân hàng Thế giới khuyến khích việc phổ biến kiến thức, báo cáo này có thể được sao chép, toàn bộ hoặc một phần, cho mục đích phi thương mại miễn là trích dẫn đầy đủ nguồn gốc.

Mọi câu hỏi về quyền và giấy phép xin gửi về Bộ phận Xuất bản, Ngân hàng Thế giới, phố 1818 H. NW, Washington DC, 20433, USA, Fax: 202-522-2625; email: [pubrights@worldbank.org](mailto:pubrights@worldbank.org).

# Mục lục

<b>Tóm tắt</b>	<b>XI</b>
Bảng các Khuyến nghị chủ chốt	XVII
<b>Giới thiệu</b>	<b>1</b>
<b>Tổng quan thị trường vốn Việt Nam</b>	<b>4</b>
Thị trường vốn với tư cách là một cơ chế huy động vốn đa dạng	6
Thị trường vốn với tư cách là một cơ chế tiết kiệm	6
Thị trường vốn với tư cách là một cơ chế xác định giá	7
<b>I#1: Công cụ</b>	<b>9</b>
Thị trường tiền tệ	10
Thị trường trái phiếu Chính phủ	15
Thị trường trái phiếu doanh nghiệp	21
Thị trường cổ phiếu	26
Các công cụ khác	33
<b>I#2: Nhà đầu tư</b>	<b>38</b>
Quỹ hưu trí của nhà nước: Quỹ Bảo hiểm Xã hội Việt Nam	39
Quỹ hưu trí tư nhân	45
Các công ty bảo hiểm	47
Các quỹ đầu tư	50
Các nhà đầu tư cá nhân trong nước	55
Nhà đầu tư quốc tế	56
<b>I#3: Tổ chức phát hành</b>	<b>59</b>
<b>I#4: Trung gian thị trường</b>	<b>65</b>
Công ty chứng khoán	66
Các ngân hàng đóng vai trò trung gian	67
Tổ chức xếp hạng tín nhiệm	68
<b>I#5: Hạ tầng thị trường</b>	<b>71</b>
Hạ tầng thanh toán chứng khoán	73
Vai trò của các ngân hàng trong hạ tầng thị trường	75
<b>I#6: Cơ quan quản lý giám sát</b>	<b>76</b>
<b>Những động lực mới trên thị trường</b>	<b>81</b>
IX.1. Công nghệ tài chính (Fintech) trên thị trường vốn	81
IX.2. Tài chính xanh và bền vững	85
<b>Kết luận</b>	<b>90</b>
<b>Danh mục tài liệu tham khảo</b>	<b>93</b>

---

## Danh sách biểu đồ

Biểu 1. Quy mô thị trường so với GDP so với các nước khác năm 2022	5
Biểu 2. Huy động vốn thông qua thị trường vốn và tăng trưởng tín dụng	6
Biểu 3. Quy mô nhà đầu tư tổ chức châu Á (2021)	6
Biểu 4. Biến động của các thị trường cổ phiếu trong khu vực, 2016-2022	8
Biểu 5. Thứ bậc tự nhiên của thị trường vốn	10
Biểu 6. Khối lượng giao dịch liên ngân hàng theo kỳ hạn	12
Biểu 7. Giao dịch repo và thông thường cho trái phiếu chính phủ	13
Biểu 8. Kỳ hạn giao dịch repo của trái phiếu chính phủ	13
Biểu 9. Lãi suất thị trường tiền tệ so với lãi suất chiếu khấu và lãi suất tái cấp vốn	14
Biểu 10. Đường cong lợi suất cuối năm của Việt Nam, 2015-2022	15
Biểu 11. Khối lượng và quy mô trái phiếu chính phủ so với GDP	16
Biểu 12. So sánh thị trường trái phiếu chính phủ giữa các nước	16
Biểu 13. Tỷ lệ phát hành chia theo kỳ hạn trong năm 2021 và 2022	17
Biểu 14. Khối lượng và doanh số giao dịch trái phiếu chính phủ trên thị trường thứ cấp	18
Biểu 15. Lợi suất thị trường sơ cấp và thứ cấp trên cùng một kỳ hạn	19
Biểu 16. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp hàng năm và quy mô so với GDP	22
Biểu 17. Số lượng các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp	23
Biểu 18. Vốn hoá thị trường cổ phiếu Việt Nam	28
Biểu 19. Huy động vốn cổ phần trên các sở chứng khoán	28
Biểu 20. Số liệu thị trường Ả-rập Xê-út 2018-2021	32
Biểu 21. Lợi nhuận của EPF so với trái phiếu chính phủ Malaysia	42
Biểu 22. Phân bổ tài sản của GPIF tính đến cuối năm 2021	44
Biểu 23. Thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam qua các năm	47
Biểu 24. Cơ cấu tài sản đầu tư của nhân thọ và phi nhân thọ, 2016-2021	49
Biểu 25. Tổng tài sản quản lý trong Quỹ đầu tư ở Việt Nam	51
Biểu 26. Tỷ trọng giao dịch bởi người không cư trú trên thị trường chứng khoán Việt Nam	57
Biểu 27. Số lượng các công ty niêm yết so với quy mô thị trường cổ phiếu so sánh giữa các nước	60
Biểu 28. Các tổ chức phát hành cổ phiếu chia theo ngành nghề, 2020-2022	60
Biểu 29. Phân chia theo ngành về phát hành trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2020-2022	61
Biểu 30. Doanh thu top 10 các công ty chứng khoán	66

---

## Danh sách bảng

Bảng 1.	Cơ cấu cơ sở nhà đầu tư vào trái phiếu chính phủ	17
Bảng 2.	Thay đổi trong phân bổ tài sản của EPF Malaysia giai đoạn 2002-2021	43
Bảng 3.	Tài sản đầu tư của các công ty bảo hiểm, 2021	48
Bảng 4.	Tài sản đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ, 2021	49
Bảng 5.	Ma trận các phê duyệt quản lý	63

---

## Danh sách hộp

Hộp 1.	Tương tác giữa chính sách tiền tệ và phát triển thị trường	11
Hộp 2.	Séc-bi-a: Xây dựng Trái phiếu chuẩn	20
Hộp 3.	Tiềm năng nâng hạng lên thị trường mới nổi	31
Hộp 4.	Ả-rập Xê-út: Từ yêu cầu ký quỹ đến CCP	31
Hộp 5.	Giới thiệu về phái sinh	33
Hộp 6.	Chuyển đổi Quỹ bảo hiểm hưu trí ở Malaysia	42
Hộp 7.	Quỹ đầu tư Hưu trí Chính phủ Nhật Bản (GPIF)	44
Hộp 8.	Ngành quỹ tương hỗ ở Thái Lan	52
Hộp 9.	Điều phối chiến lược và chính sách ở Malaysia và Indonesia	80
Hộp 10.	Phát triển thị trường trái phiếu ở Indonesia	89



---

# Lời cảm ơn

---

Báo cáo “Khai mở tiềm lực thị trường vốn Việt Nam” do nhóm công tác đứng đầu bởi ông Ketut Ariadi Kusuma (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính) thực hiện cùng ông Matthew Sullivan (Tư vấn), ông Zsolt Bango (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), ông Richard Mark Davis (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), bà Jing Zhao (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), ông Tetsutaro Shindo (Chuyên gia Lĩnh vực tài chính), ông Bryan Gurhy (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), ông Will Price (Tư vấn), ông Ngô Hà Quân (Tư vấn), bà Nguyễn Lệ Hằng (Tư vấn), và bà Tạ Minh Trang (Tư vấn). Báo cáo đã được hưởng lợi từ các nghiên cứu nền về thị trường tiền tệ được thực hiện bởi ông Ivan de Oliveira Lima (Tư vấn) và ông Zsolt Bango, về thị trường trái phiếu doanh nghiệp thực hiện bởi ông Ngô Hà Quân và ông Matthew Sullivan, về nâng hạng thị trường cổ phiếu Việt Nam lên thị trường mới nổi thực hiện bởi nhóm J-CAP và Ernst & Young Vietnam, về các quỹ đầu tư thực hiện bởi Jing Zhao và Cadogan Financials, về các quỹ hưu trí tư nhân và nhà nước thực hiện bởi ông Richard Mark Davis, về các quỹ hưu trí tư nhân thực hiện bởi ông Will Price, về tài chính bền vững thực hiện bởi ông Bryan Gurhy, và về tài chính số thực hiện bởi ông Steven Bardy (Tư vấn). FiinGroup cung cấp dữ liệu và số liệu từ nhiều nguồn khác nhau. Bà Nguyễn Châu Hoa cung cấp hỗ trợ hành chính.

Việc chuẩn bị báo cáo được giám sát bởi ông Zafer Mustafaoglu (Giám đốc khối), dưới sự hướng dẫn của bà Carolyn Turk (Giám đốc Quốc gia World Bank tại Việt Nam) và ông Thomas Jacobs (Giám đốc Quốc gia IFC tại Việt Nam). Nhóm xin bày tỏ sự biết ơn đối với những ý kiến nhận được từ các cán bộ rà soát chéo bao gồm Anderson Caputo Silva (Chuyên gia trưởng lĩnh vực tài chính), Tatiana Didier (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), Shanthi Divakaran (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), ông Đỗ Việt Dũng (Cán bộ cao cấp trong nước). Nhóm cũng xin cảm ơn đối với những ý kiến được cung cấp bởi ông Darryl Dong (Giám đốc đầu tư, IFC), Andrea Coppola (Trưởng Chương trình), và Dorsati Madani (Kinh tế trưởng). Nhóm cũng nhận được những ý kiến góp ý đối với các bản dự thảo trước từ Seongki Hong (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), Sau Ngan Wong (Chuyên gia cao cấp Lĩnh vực tài chính), và Joo Sueb Lee (Kinh tế viên cao cấp), và bà Nguyễn Thiên Hương (Cán bộ vận hành, IFC).

Nhóm xin cảm ơn những đóng góp nhận được từ các đối tác công và tư trong suốt quá trình chuẩn bị cho báo cáo này và trong các hội thảo tổ chức tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh vào tháng 12 năm 2022.

Báo cáo này là sản phẩm của Khối công tác toàn cầu về Đổi mới và Khả năng cạnh tranh tài chính của Ngân hàng Thế giới thông qua Chương trình phát triển thị trường vốn chung (J-CAP). Chương trình J-CAP Việt Nam được hỗ trợ bởi Chính phủ Úc và Thụy Sĩ.



---

# Thuật ngữ

---

ASEAN	Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á
AUM	Tài sản quản lý
BIDV	Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
CCP	Đối tác bù trừ trung tâm
CRA	Tổ chức xếp hạng tín nhiệm
DvP	Chuyển giao đồng thời với thanh toán
eKYC	Định danh khách hàng điện tử
EM	Thị trường Mới nổi
EPF	Quỹ Bảo hiểm Người lao động của Malaysia
ESG	Môi trường, Xã hội và Quản trị
ETF	Quỹ Hoán đổi danh mục
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FM	Thị trường Cận biên
FMI	Hạ tầng Thị trường Tài chính
FOL	Tỷ lệ Sở hữu Nước ngoài
FSA	Cơ quan dịch vụ tài chính Indonesia
FX	Ngoại hối
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GMRA	Hợp đồng Khung Giao dịch Repo Toàn cầu
GPIF	Quỹ đầu tư Hưu trí Chính phủ Nhật Bản
HNX	Sở Giao dịch Chứng khoán (GDCK) Hà Nội
HOSE	Sở GDCK Hồ Chí Minh
IDR	Đồng Rupi Indonesia
IFC	Tổ chức Tài chính Quốc tế
IFRS	Tiêu chuẩn Báo cáo Tài chính Quốc tế
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
IOSCO	Tổ chức Quốc tế các Ủy ban Chứng khoán
IPO	Chào bán lần đầu ra công chúng
IR	Quan hệ Nhà đầu tư
ISA	Cục Quản lý giám sát Bảo hiểm (Cục QLGSBH)
ISSB	Ban Tiêu chuẩn Bền vững Quốc tế
KRX	Sở GDCK Hàn Quốc
KPI	Chỉ tiêu Hiệu quả Hoạt động

MoF	Bộ Tài chính (BTC)
MoLISA	Bộ Lao động, Thương binh, và Xã hội (LĐTB&XH)
MPI	Bộ Kế hoạch và Đầu tư (KHĐT)
MRA	Hợp đồng Khung Repo
NAV	Giá trị Tài sản ròng
NFSC	Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (UBGSTCQG)
OOG	Văn phòng Chính phủ (VPCP)
OMO	Nghiệp vụ Thị trường mở
OTC	Ngoài sàn (Over the Counter)
PDA	Cục quản lý nợ công Séc-bi-a
PPP	Hợp tác Đối tác Công - Tư
REIF/REIT	Quỹ Đầu tư Bất động sản
RSD	Đồng Đi-na của Séc-bi-a
RTGS	Thanh toán Tổng theo thời gian thực
SBFN	Mạng lưới Tài chính và Ngân hàng Bền vững
SBV	Ngân hàng Nhà nước (NHNN)
SLB	Trái phiếu liên kết bền vững
SOE	Doanh nghiệp Nhà nước
SPE	Tổ chức phục vụ mục đích đặc biệt
SPT	Mục tiêu Hoạt động Bền vững
SSC	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN)
SSE	Sáng kiến Sở giao dịch Chứng khoán bền vững của Liên Hợp Quốc
STIR	Lãi suất ngắn hạn
UPCOM	Thị trường doanh nghiệp đại chúng chưa niêm yết
USD	Đô la Mỹ*
VAS	Chuẩn mực kế toán Việt Nam
VBMA	Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam
VC	Vốn mạo hiểm
VCPE	Vốn mạo hiểm và vốn cổ phần tư nhân
VND	Đồng Việt Nam
VNIBOR	Lãi suất cho vay liên ngân hàng của Việt Nam
VNX	Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam
VSD	Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam
VSS	Bảo hiểm Xã hội (BHXH) Việt Nam
VST	Kho bạc Nhà nước (KBNN)
WBG	Nhóm Ngân hàng Thế giới (NHTG)

\*1 USD = 24.115 đồng

---

# Tóm tắt

---

**Việt Nam, một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất thế giới trong hai thập kỷ vừa qua, đặt mục tiêu trở thành nước có thu nhập cao vào năm 2045.** Để đạt được mục tiêu này đòi hỏi tỉ lệ tăng trưởng thực hàng năm vào khoảng 6,5% ổn định trong hơn 20 năm tới. Phát huy thế mạnh của khu vực tài chính sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc dẫn vốn đầu tư cho mục tiêu này.

**Như vậy thị trường vốn với vai trò thành phần trung tâm của hệ thống tài chính sẽ đặc biệt quan trọng để giúp đạt được mục tiêu này.** Hệ thống tài chính vững mạnh giúp thúc đẩy phân bổ các nguồn lực giữa các ngành và các khu vực địa lý, làm kênh dẫn các nguồn tiết kiệm hướng đến các khoản đầu tư có hiệu quả cao, và cung cấp thông tin về giá cho việc ra quyết định kinh tế. Nó cũng giúp tạo ra các công cụ quản lý, phân tán và chuyển rủi ro. Thị trường vốn thực hiện các chức năng này trong sự bổ sung của khu vực ngân hàng và giúp đa dạng hoá việc cấp vốn, đặc biệt hầu hết việc cấp vốn qua thị trường vốn có tính chất dài hạn và có khả năng to lớn hơn để đầu tư vào đổi mới sáng tạo. Việt Nam cần nguồn tài chính cho các dự án dài hạn, đặc biệt về cơ sở hạ tầng, với mức nhu cầu hàng năm ước khoảng 25 tỉ đô la Mỹ (7% GDP)<sup>1</sup>. Trong số này, chính phủ chỉ có thể cung cấp 2/3. Phần còn lại sẽ cần được cấp vốn bởi khu vực tư nhân thông qua các ngân hàng, và để cấp vốn dài hạn thì đó là thông qua thị trường vốn. Việc xây dựng hạ tầng kỹ thuật số và nền kinh tế xanh cũng sẽ cần nguồn vốn đầu tư dài hạn to lớn.

**Trong những năm vừa qua, thị trường vốn Việt Nam đã chứng tỏ khả năng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ những điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định.** Tăng trưởng kinh tế vững mạnh, tỉ giá hối đoái ổn định, lạm phát được kiểm soát tốt, và giữ ổn định tài khoá đã dẫn đến tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2012 và 2022, trong đó thị trường chứng khoán tăng trưởng từ 46% lên 55% GDP<sup>2</sup>, thị trường trái phiếu Chính phủ<sup>3</sup> tăng từ 10% lên 23% GDP và trái phiếu doanh nghiệp nhảy vọt từ 2% lên 15% GDP.

**Mặc dù thị trường vốn của Việt nam đang bắt kịp các nước khác trong khu vực xét về quy mô, nhưng vẫn chưa thực hiện được hết các chức năng trọng yếu cho nền kinh tế như:**

- **Chức năng huy động vốn:** Mặc dù có quy mô vốn hoá thị trường lớn, nhưng lượng vốn trung bình hàng năm thực sự được huy động thông qua cổ phần trong vòng 5 năm qua chỉ đạt 88 nghìn tỉ đồng (4 tỉ đô la Mỹ). Trái phiếu chiếm phần lớn hơn với mức trung bình hàng năm là 244 nghìn tỉ đồng (10 tỉ đô la Mỹ) trái phiếu chính phủ và 386 nghìn tỉ đồng (16 tỉ đô la Mỹ) trái phiếu doanh nghiệp được phát hành. Tuy nhiên, trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu tập trung vào hai nhóm ngành chính là: bất động sản và ngân hàng.

---

1 Diop, M. 2019. "Thúc đẩy con đường thịnh vượng của Việt Nam." Washington, DC: World Bank.

2 Thị trường cổ phiếu thậm chí đã đạt quy mô bằng 92% GDP vào năm 2021, trước khi tụt giảm vào năm 2022.

3 Bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, và trái phiếu đô thị.

- **Chức năng tiết kiệm:** Việc huy động tiết kiệm vẫn còn ít thông qua các nhà đầu tư tổ chức. Tổng quy mô của các nhà đầu tư tổ chức của Việt Nam mới chỉ đạt 18% GDP trong năm 2021, thấp hơn so với các nước khác, cho thấy tiềm năng chưa được khai thác hết của thị trường vốn Việt Nam. Điều này hạn chế việc cung cấp vốn dài hạn, trong đó chỉ riêng lĩnh vực cơ sở hạ tầng sẽ cần khoảng 2-4% GDP mỗi năm tính riêng phần của khu vực tư nhân. Tỷ lệ tham gia thấp của nhóm nhà đầu tư tổ chức cũng khiến làm giảm phạm vi đối với các nhà đầu tư có ít kinh nghiệm tham gia vào thị trường thông qua các trung gian thị trường chuyên nghiệp.
- **Chức năng xác định giá:** Dù khối lượng dữ liệu ngày càng tăng, những khoảng cách đáng kể vẫn tồn tại. Lợi tức trái phiếu chính phủ và các lãi suất thị trường tiền tệ chính thức không được sử dụng như các căn cứ định giá cho các tài sản khác. Thường có sự chênh lệch lớn giữa lãi suất liên ngân hàng và lãi suất do Ngân hàng Nhà nước (SBV) công bố trên thị trường tiền tệ, và giữa các mức giá trái phiếu chính phủ khi được phát hành thông qua đấu thầu và sau đó được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Trên thị trường cổ phiếu, giá cả biến động và các giao dịch thường được thực hiện ở các mức giá cao là hậu quả của những khó khăn mà các nhà đầu tư nước ngoài phải đối mặt khi tìm kiếm các chứng khoán đủ điều kiện. Việc thiếu các thông tin đáng tin cậy hơn về giá làm cho việc phân bổ các nguồn lực kinh tế sẽ không hiệu quả.

**Một vấn đề căn bản ở Việt Nam đó là kém phát triển cơ sở nhà đầu tư tổ chức, bao gồm cả việc chưa tận dụng được Quỹ bảo hiểm xã hội Việt Nam (Quỹ BHXH)<sup>4</sup>, một nguồn lực chủ đạo tiềm năng trong việc thúc đẩy phát triển thị trường vốn.** Quỹ BHXH cho đến nay là nhà đầu tư lớn trong nước với tài sản khoảng 820 nghìn tỉ đồng (34 tỉ đô la Mỹ, chiếm 10% GDP). Quỹ này còn lớn hơn cả ngành quỹ tương hỗ và bảo hiểm cộng lại. Tuy nhiên, quỹ đang được chỉ định đầu tư vào trái phiếu chính phủ bên cạnh phần gửi ngân hàng. Kết quả là 86% tài sản của Quỹ BHXH được đầu tư vào trái phiếu chính phủ và hiện quỹ đang nắm giữ đến 46% tổng trái phiếu chính phủ đang lưu hành. Sự vắng mặt của Quỹ BHXH vào thị trường chứng khoán doanh nghiệp càng bị tác động kép do hạn chế của ảnh hưởng các nhà đầu tư tổ chức khác. Các công ty bảo hiểm nhân thọ nắm giữ khoảng 474 nghìn tỉ đồng (20 tỉ đô la Mỹ) tài sản, chủ yếu tập trung vào trái phiếu chính phủ và tiền gửi ngân hàng. Các quỹ hưu trí tự nguyện cũng không có động lực khi thiếu những ưu đãi cho các khoản tiết kiệm dài hạn (như ưu đãi về thuế) và nhiều những hạn chế về quản lý khác. Các quỹ đầu tư đã hiện diện nhưng còn nhỏ và không thể cạnh tranh với các ngân hàng khi xét đến các mức lãi suất thấp từ trái phiếu chính phủ so với lãi suất ngân hàng, một phần là do thuế chưa ưu đãi. Việc thiếu vắng tỉ trọng lớn của các nhà đầu tư tổ chức trong nước trên thị trường trường trái phiếu phi chính phủ có nghĩa là các nhà đầu tư cá nhân đang thống trị, điều này có thể tạo ra sự biến động lớn do hành vi mua bán chứng khoán mang tính bầy đàn.

**Việc đa dạng hoá đầu tư Quỹ BHXH ngoài trái phiếu Chính phủ sẽ hỗ trợ hiện đại hoá hệ thống tài chính hiện đại của Việt Nam trên một số khía cạnh.** Thứ nhất, Quỹ BHXH không bị yêu cầu chỉ được đầu tư vào trái phiếu chính phủ, có nghĩa là Quỹ không còn là nhà đầu tư *nội ngành* trên thị trường đó. Như giải thích dưới đây, vị thế nhà đầu tư nội ngành của Quỹ BHXH

4 BHXH Việt Nam giám sát đầu tư của các quỹ bảo hiểm xã hội, y tế và hưu trí tự nguyện bổ sung.

đã dẫn đến việc thiếu hiệu quả về giá trên thị trường trái phiếu Chính phủ. Thứ hai, việc đa dạng hoá đầu tư sang các thị trường chứng khoán doanh nghiệp, gồm cả cổ phiếu và trái phiếu, sẽ hỗ trợ phát triển cho những thị trường này bằng việc bổ sung tính đa dạng về nhà đầu tư với tư cách là nhà đầu tư rất dài hạn cũng như cung cấp tính ổn định tương đối cho thị trường. Thậm chí nếu như Quỹ BHXH không trực tiếp đầu tư vào những thị trường này ngay từ ban đầu, thay vào đó gia nhập thị trường thông qua các quỹ chuyên biệt, việc tham gia này cũng sẽ kích thích cạnh tranh hơn và theo đó là tính chuyên nghiệp trong ngành quản lý tài sản tăng lên. Cuối cùng, nếu được thực hiện tốt theo từng bước nhỏ, thì việc đa dạng hoá sẽ giúp tăng lợi nhuận kỳ vọng về đầu tư của Quỹ BHXH về lâu dài trong khi chỉ tăng nhẹ rủi ro danh mục ngắn hạn. Điều này giúp cải thiện tính bền vững của hệ thống quỹ hưu trí công của Việt Nam và khả năng cung cấp độc lập tài chính cho người nghỉ hưu. Ngoài ra, khi cân nhắc dài hạn bao gồm cả lạm phát, thì rủi ro cũng sẽ được giảm thiểu.

**Trên thị trường trái phiếu Chính phủ, sự hiện diện của các nhà đầu tư nội ngành có hệ quả không mong muốn đó là tạo ra sự thiếu hiệu quả về giá đối với đường cong lợi suất.** Khi Quỹ BHXH là bên mua chủ đạo nhưng không có nhiều lựa chọn để mua ngoài những gì được đưa ra bởi Bộ Tài chính. Thường thì, Quỹ BHXH là bên mua duy nhất trong các phiên đấu giá trên thị trường sơ cấp. Khi giá chào mua đưa ra trong phiên đấu giá không được chấp nhận, Bộ Tài chính sẽ từ chối tất cả các chào mua (đã xảy ra ở 38% các cuộc đấu giá trong nửa đầu năm 2022) hoặc chỉ bán cho BHXH. Kết quả là lợi tức phát hành có thể khác với thị trường thứ cấp và thấp đi rất nhiều. Vị thế nội ngành của BHXH cũng có nghĩa là Bộ Tài chính có thể tập trung phát hành chỉ các trái phiếu trung và dài hạn, vừa để làm tăng thời gian đáo hạn của danh mục trái phiếu đang lưu hành vừa để giảm thiểu các rủi ro cũng như chi phí tái cấp vốn. Việc thiếu các đợt phát hành kỳ hạn ngắn và định giá sai lệch của các đợt phát hành trái phiếu chính phủ trung và dài hạn đồng nghĩa với việc giá tham chiếu cho việc định giá các tài sản tài chính kém tin cậy hơn. Một ví dụ rõ nét đó là các thành viên thị trường thông tin rằng họ sử dụng các khoản vay và tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn 1 năm, thay vì lợi tức trái phiếu, làm giá tham chiếu cho các trái phiếu doanh nghiệp.

**Nếu được lồng ghép hợp lý, thị trường vốn có thể tăng cường phát huy việc thực hiện chính sách tiền tệ, trong khi chính sách tiền tệ có thể được thiết kế để tạo ra các tín hiệu định giá trong tương lai cho các tài sản tài chính.** Tuy nhiên, hiện tại những điểm yếu của đường cong lợi tức cho thấy rằng thị trường vốn không thể hỗ trợ chuyển tải chính sách tiền tệ. Ngoài ra, thị trường tiền tệ của Việt Nam thiếu các mức lãi suất tham chiếu ngắn hạn đáng tin cậy xuyên suốt các thành phần chính. Các mức lãi suất tham chiếu ngắn hạn đáng tin cậy sẽ thúc đẩy tăng trưởng của thị trường hoán đổi lãi suất, giúp cho các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác có các công cụ quản trị rủi ro quan trọng. Thị trường repo, một công cụ hiệu quả chi phí để quản lý thanh khoản, còn bị hạn chế hơn do thiếu vắng hợp đồng repo tiêu chuẩn quốc tế.

**Việc phối hợp có hiệu quả giữa các cơ quan quản lý tài chính là điều tối quan trọng khi xét đến mối liên hệ tương tác giữa thị trường vốn và các thành phần khác của hệ thống tài chính.** Việc phối hợp giữa Ngân hàng Nhà nước (NHNN), Bộ Tài chính (BTC) và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đóng vai trò quan trọng để đạt được những mục tiêu phát triển thị trường. Điều này đòi hỏi các cơ quan phải trực tiếp phối hợp với nhau để đảm bảo rằng các khuôn khổ được xây dựng để có thể hỗ trợ lẫn nhau nhiều nhất có thể. Sự tương tác giữa chính sách tiền tệ

và thị trường vốn tạo cơ hội cho các cơ quan quản lý thị trường và tiền tệ nhằm cải thiện mối quan hệ tương tác để đem lại lợi ích cho các bên. Do lĩnh vực ngân hàng cũng đóng nhiều vai trò khác trên thị trường vốn (như một tổ chức phát hành, nhà đầu tư, trung gian thị trường và nhà cung cấp hạ tầng thị trường, v.v), nên các chính sách và quy định của lĩnh vực ngân hàng có thể có những tác động lớn đến thị trường vốn và ngược lại.

**Các ngân hàng sẽ là một trong những bên hưởng lợi chính trong sự phát triển thị trường vốn tại Việt Nam.** Những cải thiện đối với toàn bộ các khía cạnh của thị trường vốn sẽ giúp thị trường Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn và giúp lĩnh vực ngân hàng trong ba khía cạnh chính sau đây: (1) vốn hoá ngân hàng: các ngân hàng thường là một trong những ngành lớn nhất sử dụng thị trường vốn như một nguồn huy động vốn. Các ngân hàng của Việt Nam có thể huy động vốn thông qua thị trường cổ phiếu hoặc trái phiếu để tăng vốn, thậm chí trong điều kiện hiện tại về việc tăng các khoản nợ xấu, (2) thanh khoản và hiệu quả: các ngân hàng tích cực sử dụng các công cụ thị trường vốn như trái phiếu và repo để duy trì thanh khoản và nâng cao hiệu quả hoạt động, nhưng những công cụ này cần phải có đủ thanh khoản, và (3) giảm thiểu rủi ro: sự phát triển của thị trường vốn sẽ cung cấp các công cụ giúp các ngân hàng giảm bớt rủi ro khi cung cấp các khoản vay lãi suất cố định trung và dài hạn trong khi phần lớn nguồn vốn là ngắn hạn, đồng thời giúp giảm thiểu rủi ro cho các khoản vay dài hạn khi điều kiện tín dụng trở nên khắt khe.

**Do nhiều ngân hàng tham gia phát hành, làm trung gian, và phân phối các sản phẩm thị trường vốn, trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua các chi nhánh của mình, các cơ quan quản lý cần thận trọng giảm thiểu các rủi ro hệ thống và kiểm soát xung đột lợi ích tiềm ẩn.** Nhiều ngân hàng tham gia vào phân phối các sản phẩm, điều này có thể tạo ra xung đột lợi ích cũng như rủi ro uy tín. Vấn đề này thường bị gia tăng do một số ngân hàng là đơn vị thành viên trong các tập đoàn, trong khi việc phát hành chứng khoán của họ lại do các ngân hàng thu xếp và phân phối (ví dụ trái phiếu doanh nghiệp).<sup>5</sup> Những vấn đề này sẽ cần sự phối hợp hiệu quả giữa các cơ quan, giảm thiểu những kẽ hở quản lý để bảo vệ nhà đầu tư, và thúc đẩy cạnh tranh để giúp hiện đại hoá các sản phẩm.

**Thị trường trái phiếu doanh nghiệp là bộ phận thị trường vốn rất có tiềm năng nhưng cần có rà soát về chính sách, đặc biệt ở khía cạnh về minh bạch và bảo vệ nhà đầu tư.** Thị trường tăng trưởng nhanh, với khối lượng phát hành hàng năm tăng ấn tượng từ 43 nghìn tỉ đồng vào năm 2015 lên đến 637 nghìn tỉ đồng vào năm 2021, trước khi giảm xuống còn 255 nghìn tỉ đồng vào năm 2022. Tuy nhiên, các đợt phát hành chủ yếu thực hiện thông qua chào bán riêng lẻ và đối tượng nhắm đến là dành riêng cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhưng nhiều trong số đó được chào bán cho các nhà đầu tư cá nhân, những người mà có thể được phân loại hành chính đủ điều kiện thuộc nhóm chuyên nghiệp, nhưng thực tế lại không phải. Thị trường chào bán ra công chúng đã chứng kiến sự tăng trưởng rất nhỏ hẹp. Việc chào bán riêng lẻ được ưa thích hơn là do các quy trình chào bán ra công chúng còn ngặt nghèo; có nghĩa là các nhà đầu tư cá nhân tham gia đầu tư vào các trái phiếu này sẽ có rất ít sự bảo vệ. Những vấn đề này cần được giải quyết

---

5 Vụ việc gian lận gần đây về phát hành trái phiếu doanh nghiệp của tập đoàn bất động sản Vạn Thịnh Phát, cùng với Ngân hàng Thương mại Sài Gòn đã gây mất lòng tin vào ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt trái phiếu phát hành bởi các công ty bất động sản.



mà không làm tổn hại đến thị trường phát hành riêng lẻ; tiêu chuẩn về nhà đầu tư tham gia trên thị trường này cần phải được nâng cao. Định mức tín nhiệm có thể là một con đường khác để giảm thiểu những yêu cầu và quy trình ngặt nghèo về quản lý, đặc biệt trên thị trường chào bán ra công chúng.

**Thị trường vốn cổ phần tại Việt Nam vẫn chưa phát triển thành nguồn cung tài chính bổ sung quan trọng nhằm hỗ trợ cho sự phát triển và đổi mới lĩnh vực hàng hóa, mặc dù tiềm năng rất đáng kể.** Tính đến cuối năm 2022, có 1.599 công ty niêm yết trên thị trường cổ phiếu Việt Nam, với tổng mức vốn hoá thị trường đạt 5.258 nghìn tỉ đồng, nhưng huy động vốn thông qua cổ phần vẫn còn thấp. Đối với trái phiếu doanh nghiệp, quy trình chào bán ra công chúng còn rắc rối và thực hiện IPO rồi niêm yết ngay vẫn còn hiếm. Hầu hết việc huy động vốn trên thị trường cổ phiếu diễn ra thông qua chào bán thứ cấp bởi tổ chức đã phát hành chứng khoán trước đó, bao gồm cả chào bán riêng lẻ. Cơ sở nhà đầu tư cổ phiếu chủ yếu tập trung các nhà đầu tư cá nhân trong nước, chiếm khoảng 95% trên tổng số tài khoản, điều này cũng phản ánh sự tham gia thấp của nhà đầu tư tổ chức và chuyên nghiệp. Huy động vốn qua cổ phần là kênh huy động vốn quan trọng cho các doanh nghiệp khởi nghiệp, đổi mới sáng tạo và các công ty khác gặp khó khăn trong tiếp cận vốn ngân hàng do thiếu tài sản đảm bảo và lịch sử kinh doanh có lãi.

**Hiện tại thị trường cổ phiếu Việt Nam được cả MSCI và FTSE Russell phân loại là thị trường cận biên (FM), nhưng đang trong quá trình xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi (EM); nếu thành công, việc nâng hạng này có thể giúp thu hút lượng lớn các nhà đầu tư nước ngoài ổn định.** Việt Nam không thể ở nhóm cận biên nếu muốn trở thành một nước có thu nhập cao, vì việc này sẽ cản trở việc tiếp nhận tài chính cần thiết để đạt được mức tăng trưởng mong muốn. Tuy nhiên, việc này đòi hỏi có những cải thiện cụ thể đối với khả năng tiếp cận cũng như tính minh bạch của thị trường cổ phiếu, bao gồm những điểm sau:

- Loại bỏ yêu cầu ký quỹ trước giao dịch chứng khoán. Ký quỹ trước giao dịch có nghĩa là tiền mua chứng khoán được phong tỏa trong vòng vài ngày, gây cản trở cho việc tái cân bằng danh mục hiệu quả và tối ưu hoá giao dịch. Vấn đề này có thể được giải quyết trong một đề án mới về việc đưa ra mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) của Tổng Công ty Lưu ký Bù trừ Chứng khoán Việt Nam.
- Việc tăng hoặc loại bỏ giới hạn sở hữu nước ngoài cho các công ty niêm yết, hoặc các giải pháp để cải thiện tiếp cận đến cổ phần bị hạn chế này. Việc sẵn có cổ phần trở thành vấn đề ngày càng nghiêm trọng do sở hữu nước ngoài chạm ngưỡng giới hạn, đây là trường hợp diễn ra với nhiều cổ phiếu hàng đầu của Việt Nam. Vấn đề này có thể được giải quyết bằng việc đưa ra chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết.
- Cải thiện về thực tiễn công bố thông tin, đặc biệt là bản dịch tiếng Anh của các thông báo và các tài liệu phải được đồng thời công bố với bản tiếng Việt.

**Cần đưa ra những cải cách để hỗ trợ việc trái phiếu chính phủ của Việt Nam được đưa vào các chỉ số trái phiếu thị trường mới nổi toàn cầu.** Việc đa dạng hoá đầu tư Quỹ BHXH ngoài trái phiếu chính phủ có nghĩa là nhu cầu cho trái phiếu chính phủ ở trong nước sẽ giảm, khi các yếu tố khác không đổi. Trong khi đây có thể là quan tâm ngắn hạn, nhưng khi xét đến tiềm năng tăng chi phí của Chính phủ trong huy động vốn, việc đa dạng hoá đầu tư của quỹ BHXH



sẽ giúp tăng tính bền vững về lâu dài và giảm trách nhiệm dự phòng của Chính phủ trong tương lai, khi bất kỳ sự thiếu hụt nào về nguồn vốn của quỹ BHXH đều phải được bù đắp bởi Chính phủ. Ngoài ra, việc giảm đầu tư của Quỹ BHXH vào các đợt phát hành của chính phủ cũng có thể được cân đối bởi sự hiện diện, hoặc thậm chí tăng lên, của các nhà đầu tư mới, bao gồm cả các nhà đầu tư không cư trú. Những nhà đầu tư này sẽ thấy hấp dẫn hơn với thị trường trái phiếu Chính phủ của Việt Nam nếu như các trái phiếu được đưa vào các chỉ số trái phiếu toàn cầu như Chỉ số JP Morgan Global Bond. Để được đưa vào những chỉ số này, một số những cải cách quan trọng mà Bộ Tài chính khởi xướng cần tiếp tục thực hiện, bao gồm: tạo ra đường cong lợi suất đáng tin cậy, với các trái phiếu chuẩn (benchmark) có đủ quy mô theo đường cong đó (kỳ hạn ngắn, trung bình, và dài); giảm phân mảnh (số lượng các trái phiếu), được hỗ trợ bởi quản lý nghĩa vụ nợ, bao gồm mua lại và chuyển đổi; và hệ thống giao dịch sơ cấp cải tiến, bao gồm cơ chế hỗ trợ thanh khoản cho các nhà tạo lập thị trường.

**Theo ước tính, các biện pháp cải cách thị trường vốn đúng đắn có thể giúp đem lại trên 78 tỉ đô la Mỹ<sup>6</sup> vốn và đầu tư mới cho đến năm 2030, chủ yếu cho khối doanh nghiệp.** Việc cải cách cân bằng ở cả bên cầu (nhà đầu tư) và bên cung (công cụ) của thị trường vốn cần phải được thực hiện nếu muốn đạt được mức vốn mới như vậy. Về mặt cầu, ước tính rằng những cải cách về lĩnh vực quỹ hưu trí có thể giúp đem lại 25 tỉ đô la vốn đầu tư vào các doanh nghiệp. Các công ty bảo hiểm và ngành quỹ đầu tư có thể lần lượt thêm vào 15 và 13 tỉ đô la tương ứng. Những cải cách trên thị trường cổ phiếu, thúc đẩy và tận dụng khả năng được nâng hạng lên thị trường mới nổi, có thể giúp mang lại 25 tỉ đô la vốn đầu tư mới bởi các nhà đầu tư quốc tế. Những cải cách này cần được song hành với những cải thiện về phía cung, trong đó những cải thiện chỉ riêng trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể giúp hấp thu khoảng 33 tỉ đô la Mỹ vốn đầu tư mới. Khi việc được nâng hạng lên thị trường mới nổi và rồi việc tăng sự tham gia của các nhà đầu tư không cư trú vào thị trường trong nước có thể khiến Việt Nam có rủi ro chịu biến động trong tương lai từ nguồn vốn vào và ra của nước ngoài, thì việc đa dạng hoá các công cụ và nhà đầu tư có thể giúp giảm đi mức độ và tác động của bất kỳ sự biến động nào, trong khi vẫn duy trì các chính sách nâng cao sự hấp dẫn của thị trường. Dầu vậy, Việt Nam không thể tránh được một số những rủi ro đối với các luồng vốn bên ngoài do nền kinh tế, bao gồm cả thị trường vốn, ngày càng trở lên hội nhập hơn với các thị trường toàn cầu.

**Trong khi giải quyết những vấn đề này, Việt Nam cũng cần chuẩn bị cho thị trường vốn của mình đóng vai trò huy động tài chính cho chuyển đổi khí hậu và cho fintech.** Những động lực thị trường mới cũng đã phù hợp với điều kiện của Việt Nam và đòi hỏi sự quan tâm chú ý từ các cơ quan quản lý. Việt Nam rất dễ chịu rủi ro từ những tác động tiềm ẩn của biến đổi khí hậu, đặc biệt là nước biển dâng, lũ lụt, và mưa bão, những điều này cũng đe dọa mục tiêu đạt được mức thu nhập cao vào năm 2045. Mặc dù chi cho hành động khí hậu là cao, nhưng nó vẫn còn không cao bằng các chi phí khi hành động quá muộn hoặc không có hành động nào. Tổng chi phí cho hành động khí hậu tính đến năm 2040 ước khoảng 368 tỉ đô la Mỹ theo giá trị hiện tại, trong đó 1/2 số này (184 tỉ đô la Mỹ, theo giá trị hiện tại) sẽ phải đến từ khu vực tư nhân. Do vậy, Việt Nam cần gấp rút tìm kiếm để xây dựng những nền móng cần thiết cho thị trường vốn để có thể huy động cho đầu tư này và để thúc đẩy quá trình chuyển đổi của Việt Nam

6 Theo tính toán của NHTG.

sang phát thải các-bon thấp và tăng khả năng chống chịu với biến đổi khí hậu. Càng mất nhiều thời gian để khởi động việc chuyển dịch đó, thì sẽ càng bất ngờ, nghiêm trọng, và tốn kém. Fintech cũng có tiềm năng lớn để tăng huy động vốn để có thể sử dụng cung cấp vốn cho phát triển kinh tế, như thông qua các nền tảng đầu tư kỹ thuật số.

**Xét đến các mối liên kết nội tại lẫn nhau giữa các thành phần của thị trường vốn, cũng như với các thành phần khác của hệ thống tài chính, và độ bao trùm của các thành viên cũng như cơ quan quản lý với các vai trò phụ thuộc lẫn nhau, một trong những khuyến nghị then chốt đó là cần có một cấu trúc điều phối chính thức.** Tâm quan trọng của thị trường vốn đối với mục tiêu phát triển nền kinh tế thành quốc gia có thu nhập cao, cũng như đối phó của quốc gia với biến đổi khí hậu, nghĩa là một trong những khuyến nghị mạnh mẽ nhất trong báo cáo là lập ra một uỷ ban điều phối cấp cao (một uỷ ban hiện có hoặc mới) nhằm giám sát chiến lược phát triển thị trường vốn, để nhằm giải quyết những vấn đề liên ngành, và đảm bảo điều phối hiệu quả với các thành phần khác của nền kinh tế. Những khuyến nghị chủ chốt khác được đưa ra trong báo cáo đánh giá này được tổng hợp trong Bảng Khuyến nghị sau đây. Đây không phải là một danh sách đầy đủ về các hành động được khuyến nghị cho các cơ quan quản lý, nhưng tổng hợp những khuyến nghị quan trọng nhất cho các bên có liên quan và các nhà hoạch định chính sách. Danh sách này cũng nêu ra mối liên hệ nội tại lẫn nhau giữa các khuyến nghị và cần có điều phối về chính sách để thực hiện.

### Bảng các Khuyến nghị chủ chốt

Khuyến nghị		Khung thời gian*		Cơ quan chủ trì	Cơ quan tham gia
		NH	TH		
<b><i>Cải thiện những nỗ lực phối hợp chung để thực hiện chương trình ở tầm bao quát cho thị trường vốn</i></b>					
1	Xem xét thành lập một uỷ ban điều phối ở cấp cao, hoặc tận dụng một uỷ ban hiện có, để giám sát việc thực hiện chiến lược phát triển thị trường vốn và giải quyết các vấn đề liên ngành		√	VPCP, BTC, NHNN, UBCKNN, UBGSTCQG	
<b><i>Cải thiện tính đáng tin cậy của đường cong lợi suất như một tham chiếu về giá</i></b>					
2	Tăng cường tính tin cậy của tỉ lệ lãi suất chuẩn ngắn hạn bằng việc cải thiện các phương pháp luận cơ sở, cũng như củng cố thị trường repo và lãi suất liên ngân hàng qua đêm		√	NHNN	BTC
3	Tạo ra một danh mục phát hành trái phiếu chính phủ cân bằng hơn trên toàn bộ đường cong lợi suất	√		KBNN	
4	Tiếp tục tăng cường quy mô trái phiếu chính phủ chuẩn và giảm việc phân mảnh (số lượng trái phiếu), được hỗ trợ bởi quản lý nghĩa vụ nợ, bao gồm mua lại và chuyển đổi cũng như cơ chế hỗ trợ thanh khoản cho các nhà tạo lập thị trường	√	√	KBNN	
<b><i>Nâng cao tính minh bạch của thị trường trái phiếu doanh nghiệp</i></b>					
5	Kiện toàn quy trình phát hành để chào bán ra công chúng và niêm yết trái phiếu doanh nghiệp	√		UBCKNN	BTC, Sở GDCK Việt Nam



**Bảng các Khuyến nghị chủ chốt (tiếp theo)**

Khuyến nghị		Khung thời gian*		Cơ quan chủ trì	Cơ quan tham gia
		NH	TH		
6	Đưa ra những ưu đãi về quản lý đối với trái phiếu doanh nghiệp có định mức tín nhiệm trong các khoản đầu tư do Quỹ BHXH, các quỹ hưu trí tự nguyện, các công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư và các tổ chức tín dụng thực hiện	√		BTC, Bộ LĐT&XH, Cục QLGSBH, UBCKNN	
<b>Tăng cường tiếp cận đến thị trường cổ phiếu cho các nhà đầu tư tổ chức (quốc tế)</b>					
7	Đưa ra chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết để nhằm tăng cường sự sẵn có của các cổ phiếu niêm yết đã chạm ngưỡng giới hạn sở hữu nước ngoài	√		Sở GDCK Việt Nam	UBCKNN, BTC, Bộ KH&ĐT
8	Thúc đẩy nhanh việc áp dụng IFRS đối với các công ty niêm yết và các tổ chức phát hành chứng khoán		√	BTC	UBCKNN
9	Thành lập hiệp hội các nhà phát hành cam kết công bố thông tin chất lượng cao, với việc công bố song ngữ cả tiếng Anh và tiếng Việt cũng như thực hiện chức năng quan hệ nhà đầu tư đầy đủ	√		Sở GDCK Việt Nam	
<b>Mở rộng cơ sở nhà đầu tư và tăng cường năng lực đầu tư</b>					
10	Bổ sung khuôn khổ quản lý và pháp lý cho phép đa dạng hoá đầu tư của Quỹ BHXH	√		Bộ LĐT&XH	BTC
11	Thúc đẩy tiết kiệm dài hạn thông qua các chính sách thuế hiệu quả hơn đối với các quỹ đầu tư và quỹ hưu trí tự nguyện		√	BTC	UBCKNN
12	Thúc đẩy việc mở rộng danh mục các sản phẩm quỹ đầu tư thông qua các quy định linh hoạt hơn	√		UBCKNN	BTC
13	Tăng các yêu cầu đối với cá nhân để trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp	√		BTC	UBCKNN
<b>Cải thiện hạ tầng thị trường và giám sát đảm bảo an toàn và hiệu quả của thị trường vốn</b>					
14	Thúc đẩy thành lập đối tác bù trừ trung tâm cho các chứng khoán của doanh nghiệp, với thiết kế để loại bỏ yêu cầu ký quỹ trước giao dịch	√		VSD	UBCKNN, NHNN, BTC, Sở GDCK Việt Nam
15	Thiết lập và triển khai giám sát dựa trên rủi ro cho thị trường chứng khoán		√	UBCKNN	
16	Thúc đẩy sự tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài đến thị trường trong nước thông qua việc mở tài khoản dễ dàng hơn, đảm bảo thanh toán giao dịch và phòng vệ giao dịch ngoại hối	√	√	UBCKNN, NHNN	
<b>Thúc đẩy vai trò của thị trường vốn trong các vấn đề đang nổi lên về phát triển bền vững và đổi mới tài chính</b>					
17	Thúc đẩy vai trò của thị trường vốn cho tài chính bền vững, bao gồm việc đặt ra hướng dẫn phát hành, xác nhận và báo cáo trái phiếu xanh, cũng như tạo điều kiện cho các công cụ mới khác phục vụ tài chính bền vững	√		BTC	UBCKNN
18	Thiết kế và triển khai khuôn khổ thử nghiệm có quản lý (sandbox) hoặc trung tâm đổi mới sáng tạo cho fintech trên thị trường vốn và các sản phẩm bảo hiểm, tương tự như trong lĩnh vực ngân hàng.	√		BTC	UBCKNN

Y=Có; \*NH (Ngắn hạn) - dưới 2 năm; TH (Trung hạn) - 2 đến 3 năm; Ngắn hạn và Trung hạn - các cải cách được thực hiện trong ngắn hạn và tiếp tục ở trung hạn



---

# Giới thiệu

---

1. Việt Nam đã là một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất thế giới và đặt mục tiêu giữ vững mức tăng trưởng cao này về dài hạn để trở thành nước có thu nhập trung bình cao vào năm 2030 và nước có thu nhập cao vào năm 2045. Để đạt được mục tiêu này, cần tăng trưởng hàng năm ổn định vào khoảng 6,5% trong giai đoạn này. Mặc dù đây là mục tiêu rất tham vọng, nhưng không phải là không khả thi. Nền kinh tế Việt Nam đã tăng trưởng



hơn 8% mỗi năm trong suốt 5 năm cho đến năm 2019, và thậm chí trong giai đoạn đại dịch COVID-19 vẫn đạt tăng trưởng lần lượt là 2,9% và 2,6% vào năm 2020 và năm 2021<sup>7</sup>.

**2. Dù mục tiêu khả thi, nhưng không nên xem nhẹ những thách thức của nền kinh tế; để đạt được mục tiêu là nước có thu nhập cao cần phải có một hệ thống tài chính toàn diện, khả năng chống chịu linh hoạt và hiện đại.** *Toàn diện* bởi vì tăng trưởng cao không thể đạt được và duy trì được nếu không có sự tham gia của tất cả người dân và các thành phần kinh tế. *Khả năng chống chịu linh hoạt* bởi vì bất kỳ cú sốc nào có thể gây ra lệch hướng khỏi trọng tâm. *Hiện đại* bởi vì các tiêu chuẩn và cách tiếp cận cần phải tương xứng với tình trạng mong muốn; các giải pháp thúc đẩy đã giúp đưa Việt Nam lên nước có thu nhập trung bình thấp từ hơn một thập kỷ trước sẽ không thể giúp tiếp tục đưa Việt Nam lên nước có thu nhập trung bình cao và nước có thu nhập cao.

**3. Lĩnh vực tài chính đóng vai trò quan trọng để đạt được những mục tiêu này.** Một hệ thống tài chính vững mạnh sẽ thúc đẩy việc phân bổ có hiệu quả các nguồn lực giữa các ngành, các khu vực địa lý và ở từng thời điểm<sup>8</sup> cũng như hỗ trợ cho nhiều các dịch vụ: trung gian tài chính – tập hợp các nguồn tiết kiệm và làm kênh dẫn vốn đến các khoản đầu tư sinh lời, thu thập và phổ biến thông tin về giá nhằm hỗ trợ cho việc ra quyết định của chính phủ, các doanh nghiệp và các hộ gia đình cũng như thực hiện các cơ chế và công cụ nhằm quản lý, phân tán và chuyển giao rủi ro giữa các đối tác.

**4. Thị trường vốn, với tư cách là một thành phần chủ chốt của hệ thống tài chính, thực hiện các chức năng này cùng với khu vực ngân hàng và giúp đa dạng hoá việc cấp vốn trong nền kinh tế.** Một đặc điểm riêng của thị trường vốn đó là thúc đẩy cấp vốn dài hạn so với khu vực ngân hàng. Nguồn vốn của ngân hàng chủ yếu là ngắn hạn, do vậy ít có khả năng ngân hàng có cung cấp vốn dài hạn mà không phải chấp nhận thêm rủi ro. Ngược lại, các tổ chức như các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm nhân thọ thu tiền theo các hợp đồng dài hạn và do đó thường tìm kiếm đầu tư dài hạn trên thị trường vốn, tương ứng với các nghĩa vụ dài hạn của họ.

**5. Việt Nam cần vốn cho các dự án dài hạn, đặc biệt về cơ sở hạ tầng, với nhu cầu ước khoảng 25 tỉ đô la Mỹ mỗi năm (khoảng 7% GDP).** Chính phủ chỉ có thể cung cấp nhiều nhất là 2/3 khoản đầu tư này. Phần còn lại sẽ cần được cấp vốn bởi khu vực tư nhân, thông qua các ngân hàng, và để cấp vốn dài hạn thì đó là thông qua thị trường vốn. Để thúc đẩy hơn nữa việc cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước có hiệu quả, yêu cầu thị trường vốn phải vận hành hiệu quả trên nhiều khía cạnh bao gồm hình thành giá, minh bạch, và quản trị. Ứng phó với biến đổi khí hậu và xây dựng hạng tầng kỹ thuật số là những mục tiêu quan trọng của chính phủ sẽ cần đầu tư dài hạn lớn được huy động thông qua thị trường vốn.

7 Tổng cục Thống kê.

8 Merton, R.C. & Bodie, Z. 1995. “Khuôn khổ khái niệm phân tích môi trường tài chính”. In D.B. Crane et al., “Hệ thống tài chính toàn cầu: Góc nhìn theo chức năng”. Boston, Massachusetts: Harvard Business Review.

---

## Mục tiêu của báo cáo

6. Mục tiêu của báo cáo này là để cung cấp đánh giá về hiện trạng thị trường vốn Việt Nam, xác định và phân tích những thách thức đối với sự phát triển lành mạnh của thị trường và đưa ra các giải pháp tiềm năng để xem xét. Báo cáo trình bày 6 thành phần chủ chốt của thị trường vốn - 6 chữ “I”, ứng với mỗi chương riêng, bao gồm: Công cụ (Instruments), Nhà đầu tư (Investors), Tổ chức phát hành (Issuers), Trung gian thị trường (Intermediaries), Hạ tầng (Infrastructure), và Tổ chức (Institutions). Báo cáo cũng xem xét hai chủ đề chính sẽ có tác động thúc đẩy diễn đàn chính sách trong tương lai đó là: tài chính bền vững (bao gồm tài chính xanh), và số hoá.

7. Đối tượng độc giả của báo cáo này tương đối rộng, bao gồm các nhà làm chính sách và các thành viên thị trường tham gia vào các mảng thị trường khác nhau của thị trường vốn và các ngành có liên quan; báo cáo này cũng nhằm đáp ứng những độc giả có quan tâm và không thiên về kỹ thuật. Hy vọng rằng những phân tích sâu được trình bày ở các chương khác nhau giúp cung cấp đầy đủ thông tin nền và hướng dẫn cho nhóm đối tượng độc giả rộng lớn này, cũng như giúp giải thích về tầm quan trọng của thị trường vốn được vận hành tốt, đặc biệt khi xét đến thách thức phải đạt được mục tiêu trở thành nước có thu nhập trung bình cao vào năm 2045.

8. Báo cáo này cũng phân tích các thành phần cấu thành của sự phát triển thị trường vốn và các mối liên hệ chéo trong đó, bao gồm những thành phần trong phạm vi về chính sách và quản lý thuộc các cơ quan quản lý nhà nước khác nhau. Ví dụ, báo cáo xem xét vấn đề các quỹ hưu trí nhà nước thông qua cả hai lăng kính về bảo trợ xã hội và phát triển thị trường vốn. Báo cáo cũng xác định những lĩnh vực mà ở đó lĩnh vực ngân hàng và thị trường vốn có quan hệ mật thiết với nhau. Hy vọng rằng báo cáo sẽ đóng góp cho những đối thoại quan trọng đa chiều giữa các tổ chức và thành phần có liên quan, để bất cứ chiến lược phát triển thị trường vốn nào trong tương lai sẽ đều xem xét đến tất cả những yếu tố để đạt được những tác động lớn hơn và căn bản hơn.



---

# Tổng quan thị trường vốn Việt Nam

---

9. Điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định đã giúp thị trường vốn Việt Nam đạt được kết quả hoạt động vững vàng của trong những năm qua. Tăng trưởng kinh tế vững vàng, thặng dư tài khoản vãng lai, và dòng đầu tư trực tiếp nước ngoài lớn, tỉ giá ổn định, lạm phát thấp, và tăng cường ổn định tài khoá đã góp phần thúc đẩy phát triển thị trường vốn trong giai đoạn 2012 - 2022:<sup>9</sup>

---

9 VBMA 2019, 2020, and 2021; ABO; FiinGroup.

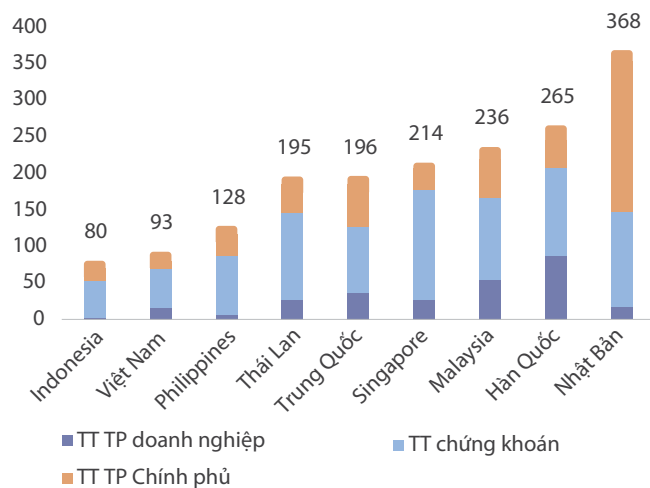


- (i) thị trường trái phiếu Chính phủ<sup>10</sup> tăng từ 15% lên 23% GDP
- (ii) thị trường trái phiếu doanh nghiệp tăng vọt từ 2% lên 15% GDP
- (iii) thị trường cổ phiếu tăng từ 46% lên 55% GDP<sup>11</sup>.

**10. Thị trường vốn Việt Nam đang bắt kịp những thị trường khác trong khu vực xét về quy mô (Biểu 1).** Những biện pháp cải cách thực hiện trong những năm gần đây đã dẫn đến những tăng trưởng quan trọng về vốn hoá thị trường. Luật chứng khoán mới được ban hành vào năm 2019 và có hiệu lực từ năm 2021.

Quá trình cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước đã làm tăng số lượng các công ty đại chúng được niêm yết và đăng ký giao dịch trên các sở giao dịch chứng khoán. Bộ Tài chính đã thường xuyên phát hành trái phiếu chính phủ và tăng lượng trái phiếu cho giao dịch. Những cải cách về quản lý đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng đã giúp tăng vai trò của thị trường này như một nguồn huy động vốn. Kết quả là, vốn hoá thị trường cổ phiếu và trái phiếu của Việt Nam so với GDP đạt tương đương như Phi-líp-pin và Indonesia, nhưng vẫn sau các nước khác trong khu vực như Thái Lan và Malaysia.

**BIỂU 1. Quy mô thị trường so với GDP so với các nước khác năm 2022**



Nguồn: Asian Bonds Online, Bộ Tài chính, sở giao dịch chứng khoán và thống kê các nước.

**11. Một chỉ số đo lường tốt hơn về phát triển thị trường không phải là quy mô, mà đó là tính hiệu quả trong việc thực hiện các chức năng cho nền kinh tế.** Nó bao gồm cung cấp các cơ chế huy động vốn, các cơ hội tiết kiệm và đầu tư, cũng như thông tin về tài sản và định giá tín nhiệm. Giống như các ngân hàng, thị trường vốn làm kênh dẫn vốn từ các thành phần có tiền tiết kiệm sang những người cần vốn, chuyển đổi quy mô và thời gian đáo hạn của nguồn vốn. Thông qua thị trường này, các khoản đầu tư nhỏ bởi các nhà đầu tư cá nhân vào cổ phiếu, trái phiếu hoặc các quỹ tương hỗ có thể giúp cấp vốn lớn và dài hạn cho các dự án của các doanh nghiệp và cung cấp thông tin về giá cho giao dịch toàn bộ các nhóm tài sản, các ngành, và các kỳ hạn khác nhau. Phần tiếp theo sẽ xem xét đến hiện trạng của thị trường vốn Việt Nam so với những chức năng chủ chốt về cung cấp vốn, đầu tư và thông tin về giá.

10 Bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, và trái phiếu đô thị.

11 Với mức kỳ lục vào cuối năm 2021 là 93%.

## Thị trường vốn với tư cách là một cơ chế huy động vốn đa dạng

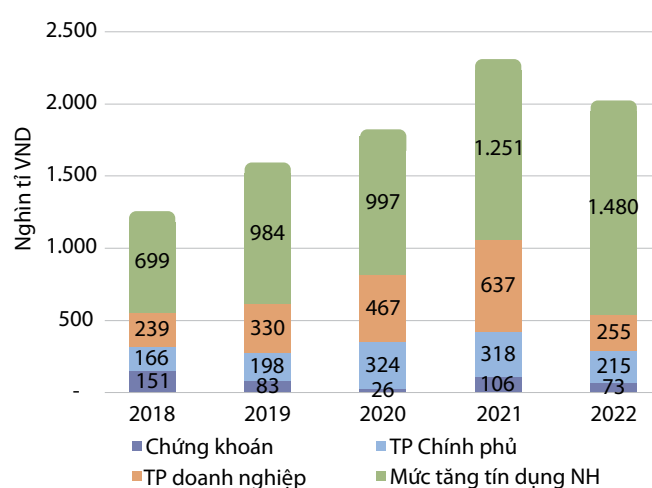
12. Lợi ích chính của thị trường vốn trong việc giúp huy động vốn dài hạn vẫn chưa được phát huy đầy đủ ở Việt Nam. Trong khi kỳ hạn trung bình của trái phiếu chính phủ là 12,7 năm, thì trái phiếu doanh nghiệp vẫn chưa có được kỳ hạn dài đáng kể. Kỳ hạn trung bình của trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2021 và 2022 là 4,2 năm<sup>12</sup>, không quá dài hơn so với các khoản cho vay của ngân hàng.

13. Cũng chưa có nhiều vốn được huy động thông qua thị trường vốn tại Việt Nam. Mặc dù vốn hoá thị trường cổ phiếu lớn (chiếm 55% GDP, khoảng 5.258 nghìn tỉ đồng, tương đương 218 tỉ đô la Mỹ), số vốn được huy động thông qua cổ phần trong giai đoạn 2018 - 2022 chỉ đạt 88 nghìn tỉ đồng (khoảng 4 tỉ đô la Mỹ) mỗi năm. Trái phiếu chiếm phần lớn hơn với khoảng 244 nghìn tỉ đồng (10 tỉ đô la Mỹ) trái phiếu chính phủ và 386 nghìn tỉ đồng (16 tỉ đô la Mỹ) trái phiếu doanh nghiệp được phát hành hàng năm<sup>13</sup>, (Biểu 2). Trong cùng giai đoạn đó, tăng trưởng tín dụng đạt 1.082 nghìn tỉ đồng (khoảng 45 tỉ đô la Mỹ) trung bình mỗi năm.

## Thị trường vốn với tư cách là một cơ chế tiết kiệm

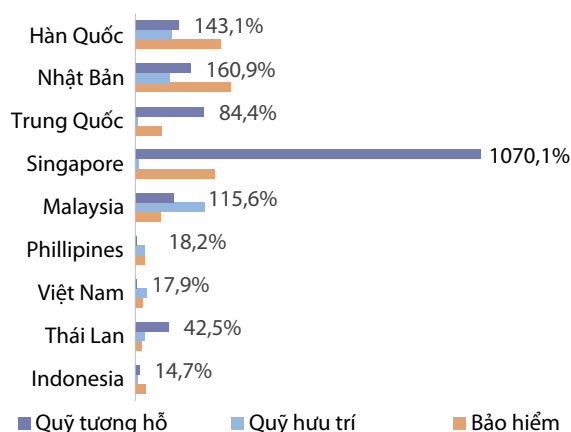
14. Trong khi số lượng tài khoản nhà đầu tư cá nhân đã tăng mạnh trong những năm qua, thì tổng số tiết kiệm đầu tư vẫn còn thấp. Điều này đặc biệt đúng cho các khoản

BIỂU 2. Huy động vốn thông qua thị trường vốn và tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Bộ Tài chính, FiinGroup, VBMA, tính toán của các tác giả.

BIỂU 3. Quy mô nhà đầu tư tổ chức châu Á (2021)



Nguồn: Finstat, IMF, NHTG, các cơ quan chính phủ các nước

12 VBMA 2020, 2021.

13 Số liệu phát hành tổng được sử dụng do dữ liệu phát hành ròng đối với trái phiếu doanh nghiệp không dễ dàng có được.

tiết kiệm vào các quỹ đầu tư và các tài khoản tiết kiệm cá nhân (bao gồm các quỹ hưu trí tự nguyện và các công ty bảo hiểm). Tính tổng, tổng quy mô các nhà đầu tư tổ chức của Việt Nam chiếm 18% GDP, thấp hơn so với hầu hết tất cả các nước khác trong khu vực (Biểu 3 trình bày về nhà đầu tư tổ chức ở khu vực so với tỉ lệ GDP).

**15. Sự hiện diện của các nhà đầu tư tổ chức có quy mô lớn (các quỹ hưu trí nhà nước và tự nguyện, các quỹ bảo hiểm, đầu tư) góp phần quan trọng cho sự bền vững và ổn định của thị trường.** Đối với các nhà đầu tư này, đầu tư trên thị trường vốn là hoạt động chủ đạo. Họ thường đầu tư với ý định nắm giữ các vị thế riêng trong một khoảng thời gian tương đối dài. Trong một số ít các trường hợp khi có tổ chức rút ra khỏi thị trường, quy trình rút vốn thường từng bước và ở quy mô nhỏ so với tổng quy mô của ngành. Tình trạng này sẽ khác ở thị trường nơi mà phần lớn các nhà đầu tư là nhà đầu tư không chuyên và họ thường hành động theo cách thức giống nhau, cùng ra hay vào thị trường theo cùng các tín hiệu (hành vi bầy đàn), gây ra biến động thị trường lớn và có tiềm ẩn gây nguy hại đến thị trường.

---

## Thị trường vốn với tư cách là một cơ chế xác định giá

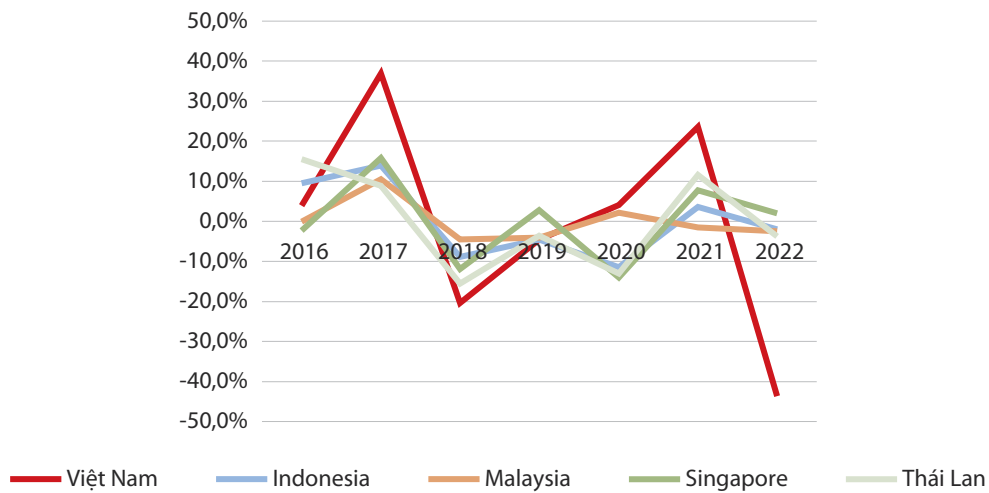
**16. Với sự phát triển của thị trường vốn Việt Nam trong những năm gần đây, chức năng xác định giá đã được cải thiện.** Trên thị trường trái phiếu chính phủ<sup>14</sup>, việc phát triển các trái phiếu chuẩn (benchmark) ở các kỳ hạn lớn (đặc biệt là 10 năm và 15 năm) đã giúp cải thiện việc xác định giá, cung cấp các chỉ báo về lợi nhuận rủi ro thấp tại các khoảng thời gian đó. Thị trường cổ phiếu có thanh khoản; tổng giá trị giao dịch vào năm 2022 đạt 5.026 nghìn tỉ đồng (208 tỉ đô la Mỹ) và tỉ suất quay vòng là 76%.

**17. Tuy nhiên, vẫn còn những khoảng trống lớn trong hình thành giá và vẫn còn dư địa để cải thiện.** Do hệ quả của những yếu kém hiện thời về các mức lãi suất ngắn hạn, đường cong lợi suất không được sát ở kỳ hạn ngắn. Ngoài ra, do cách thức kiểm soát lãi suất trên thị trường sơ cấp, giá trái phiếu chính phủ khi đấu giá và giá trên thị trường thứ cấp thường có những khác biệt. Hệ quả là, độ tin cậy của đường cong lợi suất bị hạn chế, và giá cũng như lợi suất trái phiếu chính phủ không được sử dụng làm chuẩn định giá cho các công cụ khác, ví dụ như trái phiếu doanh nghiệp. Hầu hết các trái phiếu doanh nghiệp sử dụng các mức lãi suất biến đổi (thả nổi) dựa trên lãi suất tiền gửi ngân hàng. Trên thị trường cổ phiếu, các giao dịch nhiều khi được thực hiện ở mức giá cao so với giá chính thức khi mà các cổ phiếu phải tuân thủ theo các giới hạn ngặt nghèo về sở hữu nước ngoài cũng như người nước ngoài phải mua ở mức giá cách biệt so với giá thị trường. Việt Nam là nước có thị trường cổ phiếu biến động nhất trong khu vực, do hệ quả của việc có ít khối lượng cổ phần có thể giao dịch, mặc dù số lượng công ty niêm yết nhiều. (Biểu 4)

---

14 Tương đương với đầu tư gần như phi rủi ro theo quan điểm của nhà đầu tư trong nước.

BIỂU 4. Biến động của các thị trường cổ phiếu trong khu vực, 2016-2022



Nguồn: IDX, KLSE, SET, STI, VN Index, tính toán của tác giả

**18. Chất lượng của thị trường vốn Việt Nam có thể được nhìn nhận qua tầm quan trọng (hoặc thiếu vắng) của nó trong các chỉ số thị trường vốn toàn cầu.** Xét về điều này, Việt Nam rõ ràng còn đi sau so với các nước ASEAN-5<sup>18</sup> đã được xếp hạng là các thị trường phát triển hoặc mới nổi. Việt Nam vẫn là thị trường cận biên (FM), điều này phản ánh những mối quan ngại về khả năng tiếp cận thị trường. Điều này làm giảm đi khả năng tiếp cận đến các nguồn vốn nước ngoài đối với các doanh nghiệp ở Việt Nam đang cần cho tăng trưởng. Khả năng tiếp cận tốt đến các nguồn vốn nước ngoài đặc biệt quan trọng do cơ sở nhà đầu tư trong nước vẫn còn đang phát triển.

15 Các ASEAN-5 gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, và Thái Lan.



# #1:

---

## CÔNG CỤ

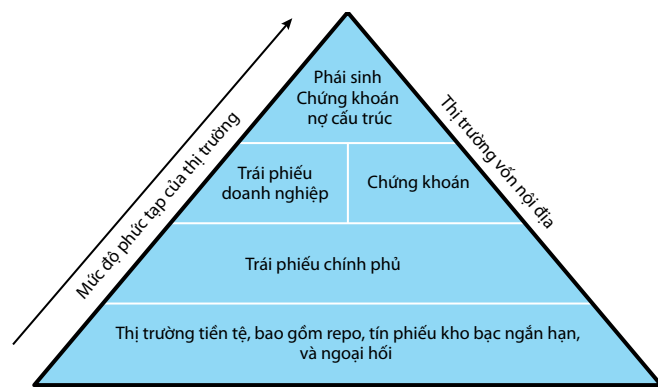
---

**19. Các công cụ trên thị trường vốn xuất hiện theo thứ bậc tự nhiên, điều này phản ánh việc các thị trường phức tạp hơn được xây dựng dựa trên các thị trường mang tính căn bản. Biểu 5 minh họa cách thức các thị trường được xây dựng dựa trên thị trường khác (mặc dù không phản ánh yêu cầu tuyệt đối về thứ tự):**

- (i) Bên trong thị trường vốn, nền tảng căn bản nhất đó là thị trường tiền tệ, ở đó các nhà đầu tư và các tổ chức mong muốn quản lý được thanh khoản ngắn hạn của mình. Thị trường này bao gồm các giao dịch cho vay giữa các ngân hàng (đặc biệt thông qua các giao dịch mua lại chứng khoán, thường được biết đến là giao dịch repo), tín phiếu kho bạc ngắn hạn, và ngoại hối. Do các thị trường này đặt các mức lãi suất (đó là giá của tiền tệ), nên ngân hàng trung ương là bên tham gia quan trọng trên các thị trường này để triển khai chính sách tiền tệ.

- (ii) Khi được hỗ trợ bởi các thị trường tiền tệ vận hành tốt, thì thị trường trái phiếu Chính phủ bằng đồng nội tệ đại diện cho công cụ có rủi ro thấp nhất trên thị trường vốn trong nước, đóng vai trò làm nền tảng cho việc xác định giá các công cụ tài chính khác. Dù các thị trường trái phiếu Chính phủ có thể tăng trưởng khi thiếu vắng các thị trường tiền tệ vận hành tốt, nhưng nó sẽ kém đi hiệu quả và có thể không thực hiện được chức năng làm nền tảng cho sự phát triển của các thị trường vốn.
- (iii) Thị trường trái phiếu Chính phủ hiệu quả và được cơ cấu tốt sẽ cung cấp thông tin và kinh nghiệm để giúp xây dựng thị trường chứng khoán được phát hành bởi khu vực tư nhân, chủ yếu là trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu. Các công cụ phức tạp hơn phần nhiều lệ thuộc vào sự thành công của các sản phẩm giản đơn.
- (iv) Phái sinh tài chính là các công cụ được phép theo pháp luật có giá trị hoàn toàn từ việc tham chiếu đến thị trường khác, như lãi suất trên thị trường tiền tệ (đối với sản phẩm phái sinh như phái sinh lãi suất ngắn hạn, STIRs), lợi suất trái phiếu, và giá các cổ phiếu (như hợp đồng tương lai chỉ số và hợp đồng tương lai cổ phiếu đơn lẻ).

**BIỂU 5. Thứ bậc tự nhiên của thị trường vốn**



Nguồn: NHTG

## Thị trường tiền tệ

**20. Thị trường tiền tệ là một thành phần quan trọng cho sự phát triển của thị trường vốn và cần thiết chính sách tiền tệ hiệu quả và ổn định tài chính.** Thị trường tiền tệ sôi động cung cấp các tham chiếu về giá của các phần ngắn hạn của đường cong lợi suất cũng như các công cụ ngắn hạn cho các ngân hàng và các nhà đầu tư khác để quản lý thanh khoản của mình. Thị trường repo cho phép họ quản lý thanh khoản của mình trong khi nắm giữ danh mục chứng khoán phù hợp với các chiến lược đầu tư dài hạn hơn. Việc này thúc đẩy việc tái phân phối rủi ro lãi suất ra bình diện rộng hơn của các thành phần tham ra vào thị trường, do vậy góp phần quan trọng vào ổn định tài chính. Thị trường tiền tệ cũng là bước đầu tiên trong cơ chế chuyển tiền tệ, thông qua đó ngân hàng trung ương triển khai chính sách tiền tệ.

**21. Thị trường tiền tệ hiệu quả giúp phát triển các thị trường chứng khoán dài hạn hơn.** Thị trường tiền tệ giúp tạo ra các sản phẩm tài chính, như các trái phiếu lãi suất thả nổi và phái sinh lãi suất. Hoạt động trên thị trường repo cũng cung cấp thanh khoản cho những người nắm giữ trái phiếu có kỳ hạn dài hơn, do đó làm tăng sự tin tưởng của nhà đầu tư vào những công cụ đó và giảm thiểu rủi ro thoát ra đột ngột và rút ngoại hối.



**22. Các ngân hàng đóng vai trò nền tảng trên các thị trường vốn và thị trường tiền tệ và được hưởng lợi lớn từ việc phát triển của những thị trường này.** Một thị trường tiền tệ thanh khoản là đặc biệt quan trọng cho các ngân hàng ở Việt Nam khi xét đến bối cảnh là các trái phiếu chính phủ không được phát hành với kỳ đáo hạn dưới 5 năm. Thị trường thứ cấp cũng hạn chế ở mảng thị trường này do thanh khoản đã được chuyển sang các trái phiếu có thời gian đáo hạn dài hơn. Hệ quả là, các ngân hàng không có lựa chọn nào khác cho việc đầu tư khoản thanh khoản dôi dư của họ. Nếu điều kiện thanh khoản thay đổi, như đã diễn ra trong những tháng đầu năm 2022, các ngân hàng sẽ cần có thể chuyển sang repo cho thanh khoản ngắn hạn.

**23. Phát triển thị trường vốn gắn kết chặt chẽ với khuôn khổ chính sách tiền tệ.** Cụ thể là các chính sách tiền tệ tập trung vào lãi suất ngắn hạn mà nó có thể tạo ra ảnh hưởng trực tiếp, và đảm bảo rằng những ảnh hưởng này được chuyển dịch sang các lĩnh vực khác của thị trường tài chính. Những mối liên kết giữa chính sách tiền tệ và phát triển thị trường vốn được miêu tả chi tiết hơn trong Hộp 1. Theo Luật Ngân hàng Nhà nước 2010, nhiệm vụ xây dựng và triển khai chính sách tiền tệ chủ yếu thuộc về Ngân hàng Nhà nước. Các mục tiêu của chính sách tiền tệ (tái khẳng định bằng Nghị quyết năm 2022) đó là kim chế lạm phát ở mức dưới 4%, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế theo mục tiêu, và ổn định các thị trường tiền tệ và ngoại hối. Các công cụ sẵn có cho NHNN để điều hành chính sách tiền tệ bao gồm lãi suất, tỉ giá hối đoái, dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn, và các nghiệp vụ thị trường mở (OMO). NHNN công bố lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu, dù mức lãi suất thực trên thị trường tiền tệ (lãi suất liên ngân hàng) thường biến động nhiều so với lãi suất “chính sách”. *Rút* thanh khoản thường được thực hiện thông qua việc phát hành tín phiếu ngân hàng nhà nước, trong khi *bơm* thanh khoản được hiện thông qua đấu thầu repo, sử dụng trái phiếu chính phủ hoặc tín phiếu ngân hàng nhà nước như tài sản đảm bảo. Nghiệp vụ thị trường mở (OMO) được sử dụng cho việc hút và/hoặc bơm thanh khoản, tùy thuộc điều kiện thị trường.

#### HỘP 1. Tương tác giữa chính sách tiền tệ và phát triển thị trường<sup>16</sup>

**Lãi suất ngắn hạn ổn định và có thể dự đoán được là những điều kiện then chốt để phát triển thị trường tiền tệ.** Điều này giúp cung cấp điểm khởi đầu cho đường cong lợi suất để từ đó định giá các chứng khoán chính phủ cũng như các công cụ tài chính khác. Tính ổn định và có thể dự đoán được của lãi suất ngắn hạn thường thuộc về trách nhiệm của các ngân hàng trung ương. Điều này có thể đạt được thông qua khuôn khổ vận hành chính sách tiền tệ.

**Về cơ bản, ngân hàng trung ương đưa ra “lãi suất chính sách” và thông qua OMO điều chỉnh thanh khoản dư thừa trong hệ thống ngân hàng để tác động đến lãi suất ngắn hạn của các ngân hàng, khiến các Ngân hàng thực hiện theo lãi suất chính sách.** Ngoài ra, ngân hàng trung ương thường thiết lập hành lang lãi suất ngắn hạn bằng việc đưa ra “cơ chế điều hành” đối với vay và cho vay. Cơ chế vay đưa ra mức sàn, còn cơ chế cho vay đưa ra mức trần cho lãi suất ngắn hạn liên ngân hàng. Trong hệ thống như vậy, việc quản lý thanh khoản của ngân hàng sẽ dựa vào khuôn khổ hoạt động của ngân hàng trung ương có nhất quán và minh bạch hay không - bao gồm cả những yêu cầu dự trữ hiệu quả và rõ ràng, các cơ chế điều hành và OMO.

16 Quý Tiền tệ Quốc tế, Ngân hàng Thế giới. 2021. “Hướng dẫn Phát triển các Thị trường Trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ.” Washington DC: Quý Tiền tệ Quốc tế.



**Khuôn khổ điều hành của ngân hàng trung ương đối với chính sách tiền tệ thường có tác động đáng kể về phát triển thị trường tiền tệ.** Lãi suất được sử dụng càng nhiều như những mục tiêu điều hành để dẫn dắt chính sách tiền tệ, thì các thị trường tiền tệ càng có xu hướng sôi động hơn - và ngân hàng trung ương càng quan tâm hơn đến phát triển mảng thị trường này. Thanh khoản dư thừa trong hệ thống ngân hàng có thể làm giảm đi nhu cầu các ngân hàng phải quản lý thanh khoản một cách tích cực và có thể làm mất đi động lực giao dịch trên thị trường tiền tệ. Do vậy, khuôn khổ dựa trên thị trường cần thiết để quản lý thanh khoản trên toàn ngành ngân hàng.

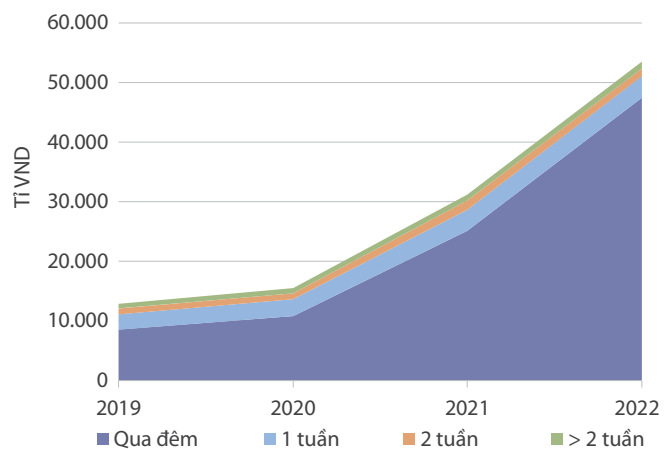
**Ngoài việc thực hiện lãi suất ngắn hạn ổn định theo mức lãi suất chính sách và lạm phát thấp, chính sách tiền tệ cũng đóng góp vào phát triển thị trường chứng khoán bằng cách tạo điều kiện cho các giao dịch có thể chấp.** Điều này cũng thúc đẩy sự phát triển của các thị trường giao dịch thông thường bằng việc hỗ trợ đầu tư vào chứng khoán cơ sở và khuyến khích tạo ra các công cụ chuyên biệt như tín phiếu lãi suất thả nổi và phát sinh lãi suất.

## Thị trường tiền tệ tại Việt Nam

**24. Tại Việt Nam, các thành phần chính của thị trường tiền tệ là thị trường nội tệ liên ngân hàng không có bảo đảm, thị trường hoán đổi ngoại hối và thị trường repo.** Tín phiếu kho bạc (thời gian đáo hạn dưới 12 tháng) đã không được phát hành từ năm 2016, và chứng khoán ngắn hạn, như giấy tờ thương mại có giá, vẫn chưa nhiều ở Việt Nam.

- (a) **Thị trường nội tệ liên ngân hàng không có bảo đảm hoạt động sôi động, chủ yếu là các giao dịch ngắn hạn, đặc biệt là qua đêm (Biểu 6).** Việc tập trung các giao dịch vào các kỳ hạn rất ngắn phản ánh bản chất của các giao dịch trên thị trường nội tệ liên ngân hàng.
- (b) **Hoán đổi ngoại tệ được sử dụng nhiều bởi các ngân hàng nhằm quản lý thanh khoản cả đồng Việt Nam và ngoại tệ,** với giá trị giao dịch được báo cáo lên đến 3 tỉ đô la Mỹ ở một số ngày. Thị trường này được hỗ trợ bằng các công bố thông tin về “Đường cong Hoán đổi Ngoại tệ” hàng ngày của Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA) dựa trên các dữ liệu từ 14 nhà tạo lập thị trường, nhưng thông tin và số liệu về thị trường này còn hạn chế, khiến các chi phí giao dịch cao hơn. Các thành viên thị trường báo cáo rằng các giao dịch ngắn hạn chiếm ưu thế trên thị trường hoán đổi ngoại tệ, từ kỳ hạn qua đêm đến kỳ hạn 14 ngày.

**BIỂU 6. Khối lượng giao dịch liên ngân hàng theo kỳ hạn**



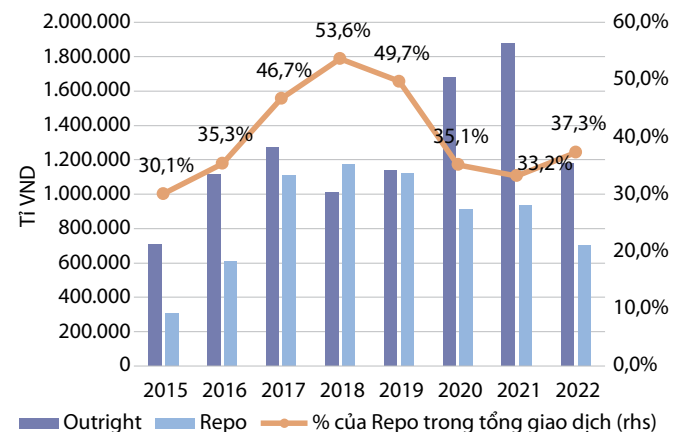
Nguồn: NHNN

(c) **Thị trường repo đặc biệt quan trọng cho việc thực hiện chính sách tiền tệ và phát triển thị trường chứng khoán**, do thị trường này cho phép hoạt động tiền tệ của ngân hàng trung ương thực hiện cung cấp hoặc rút thanh khoản khỏi các đối tác thông qua các giao dịch có thể chấp được bảo đảm.

**25. Giao dịch repo đã giảm đi trong một vài năm qua.** Khối lượng giao dịch repo thấp hơn khoảng 20% trong giai đoạn 2020-2021 so với 2018-2019, trong khi các giao dịch thông thường đã tăng đáng kể (Biểu 7). Việc thu hẹp lại này có thể làm suy yếu đi tính hiệu quả của chính sách tiền tệ thông qua sự can thiệp lãi suất.

**26. Theo các thành viên thị trường, việc suy giảm các giao dịch repo có hai lý do.** Thứ nhất, việc tăng mua ngoại tệ của NHNN khiến các ngân hàng dễ dàng hơn để tìm kiếm thanh khoản thông qua cho vay không có bảo đảm. Thứ hai, chi phí vận hành của repo trở nên cao hơn trong môi trường lãi suất thấp. Giao dịch repo phải được xử lý thông qua Sở GDCK Hà Nội (HNX) với mức phí lớn ở kỳ hạn mà các ngân hàng hoạt động sôi động nhất (kỳ hạn từ 1 ngày đến 1 tháng).

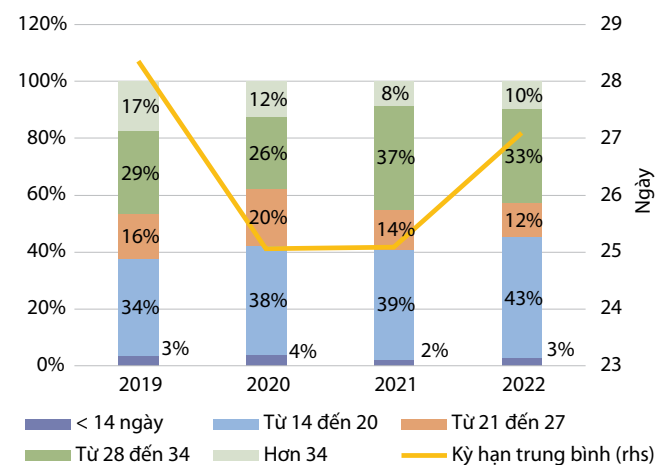
**BIỂU 7. Giao dịch repo và thông thường cho trái phiếu chính phủ**



Nguồn: VBMA, HNX

**27. Giao dịch repo kỳ hạn dài hơn cũng đóng vai trò quan trọng giúp bảo vệ các thành viên khỏi khó khăn thanh khoản ngắn hạn, nhưng những giao dịch kỳ hạn này đã giảm đi trong những năm gần đây, làm gia tăng khả năng tổn thương của khu vực tài chính.** Kỳ hạn bình quân gia quyền của các hoạt động repo (33 ngày vào năm 2018, 28 ngày vào năm 2019) đã giảm xuống còn 25 ngày vào năm 2021 và 27 ngày vào năm 2022. Điều này diễn ra mặc dù có sự nới lỏng giới hạn trên cho repo. Mặc dầu vậy, kỳ hạn này vẫn dài hơn so với giao dịch liên ngân hàng, khi mà trên 90% khối lượng trong năm 2020 và 2021 có kỳ hạn là 2 tuần hoặc ngắn hơn. Biểu 8 cho thấy kỳ hạn repo (phía bên phải) và phân bố các kỳ hạn repo từ 2019 đến 2022.

**BIỂU 8. Kỳ hạn giao dịch repo của trái phiếu chính phủ**



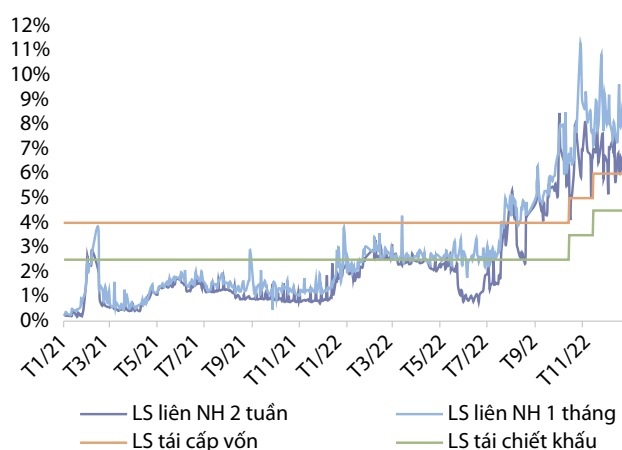
Nguồn: HNX

**28. Sự hấp dẫn của thị trường repo bị hạn chế bởi sự thiếu vắng hợp đồng repo chuẩn theo Hợp đồng Khung Giao dịch Repo Toàn cầu (GMRA<sup>17</sup>), và bởi những đặc thù của khung pháp lý về thanh toán và kế toán.** Năm 2019, VBMA đã giới thiệu phiên bản rút gọn của GMRA (VBMA Master Repurchase Agreement, MRA), nhưng cần đưa vào các điều khoản về bù trừ ròng khi chấm dứt hợp đồng do mất khả năng thanh toán theo luật phá sản. Chỉ số ít các ngân hàng trong nước đồng thời không có bất cứ ngân hàng nước ngoài nào có thể hoạt động tự do trên thị trường giao dịch repo khi vấn đề này chưa được giải quyết.<sup>18</sup> Các quy định quản lý và chế độ kế toán thận trọng đối với giao dịch repo cũng có nghĩa là các giao dịch repo làm giảm khả năng cung cấp các khoản vay của các ngân hàng.<sup>19</sup> Ngoài ra, thanh toán giao dịch repo là T+1, nghĩa là thậm chí với các giao dịch repo thì các ngân hàng vẫn cần dự báo và quản lý thanh khoản trước một ngày. Xúc tiến thực hiện thanh toán T+0 đối với giao dịch repo sẽ tăng cường tính hiệu quả đối với việc quản lý thanh khoản hàng ngày của các ngân hàng.

### Chức năng xác định giá: thiết lập lãi suất tham chiếu ngắn hạn

**29. Lãi suất chuẩn từ các thị trường tiền tệ sôi động sẽ hỗ trợ phát triển thị trường bằng việc làm giảm bất đối xứng thông tin và cải thiện xác định giá, nhưng tất cả các mức lãi suất hiện có ở Việt Nam đều có những điểm yếu then chốt.** Tại Việt Nam, lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn công bố bởi Ngân hàng Nhà nước chưa liên hệ hiệu quả với thị trường (như được thể hiện trong Biểu 9) và có 3 bộ lãi suất tham chiếu khác hiện có, bao gồm lãi suất ngắn hạn hàng ngày của VBMA dựa trên chào giá trên thị trường repo kém thanh khoản thay vì dựa trên các giao dịch, lãi suất cho vay liên ngân hàng của Việt Nam (VNIBOR) cũng dựa trên lãi suất liên ngân hàng qua đêm, do NHNN tổng hợp và công bố. Mặc dù chịu rủi ro tín dụng không đồng nhất, lãi suất của NHNN có thể là một ứng cử viên để trở thành lãi suất chuẩn dựa trên giao dịch được sử dụng rộng rãi, nhưng cần phải được kiện toàn để tuân thủ theo Các Nguyên tắc đối với Mức chuẩn Tài chính của Tổ chức Quốc tế các Ủy ban

**BIỂU 9. Lãi suất thị trường tiền tệ so với lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn**



Nguồn: VBMA, FiinGroup

17 Tài liệu tham khảo toàn cầu do ICMA tổng hợp.

18 Mặc dù vai trò của người không cư trú và các ngân hàng quốc tế hiện còn hạn chế trên thị trường trái phiếu Chính phủ và cùng với đó là thị trường giao dịch repo, một trong những ưu tiên chính của BTC liên quan đến phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ đó là đạt được mục tiêu trái phiếu Chính phủ bằng nội tệ của Việt Nam được đưa vào các chỉ số trái phiếu đồng nội tệ lớn toàn cầu như JP Morgan EM GBI. Khi mục tiêu này đạt được, việc tham gia của người không cư trú có thể sẽ tăng mạnh, và lúc đó có thể tạo áp lực đối với Hợp đồng khung giao dịch repo theo GRMA của VBMA.

19 Các thông tư của NHNN số 41 năm 2016, số 22 năm 2019, và số 8 năm 2020.

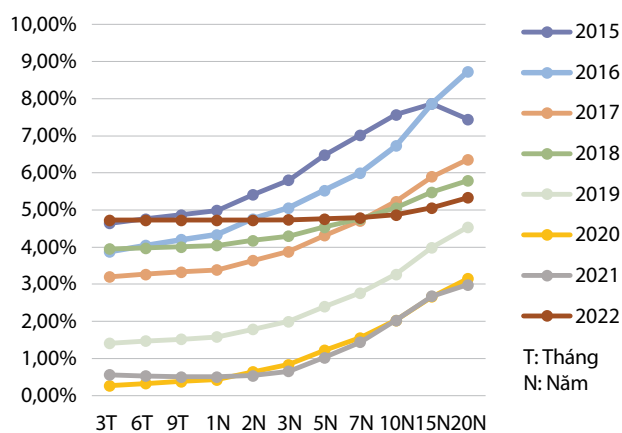
Chúng khoán (IOSCO). Việc xác định mức lãi suất chính sách duy nhất và đáng tin cậy của NHNN, có rà soát định kỳ theo lịch thông báo trước, sẽ đóng vai trò quan trọng nhằm tăng cường việc hình thành phần ngắn hạn của đường cong lợi suất và giảm biến động cho các mức lãi suất ngắn hạn. Việc công bố lãi suất chính sách như vậy sẽ dễ dàng hơn cho các thành viên thị trường đánh giá vị thế tiền tệ của NHNN và hình thành được quan điểm độc lập về định hướng tương lai của mình. Nhiều ngân hàng trung ương đã thực hiện việc này trong khuôn khổ pháp lý điều hành chính sách tiền tệ dựa trên lãi suất.

## Thị trường trái phiếu Chính phủ

**30. Thị trường trái phiếu chính phủ hiệu quả và thanh khoản là điều thiết yếu cho các nguồn tài chính của chính phủ nếu mong muốn dựa vào việc cấp vốn ổn định, chi phí hợp lý và dài hạn.** Việc này đòi hỏi có một thị trường dựa trên các trái phiếu chuẩn được cơ cấu tốt, với nhiều kỳ hạn đáo hạn khác nhau sẵn có trên thị trường sơ cấp được hỗ trợ bởi tính thanh khoản trên thị trường thứ cấp. Các thị trường trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ có đủ độ sâu và hiệu quả cũng giúp tạo ra khả năng chống chịu với các cú sốc. Các cuộc khủng hoảng tài chính, bao gồm cả sự hỗn loạn gây ra do đại dịch, đã cho thấy tầm quan trọng của việc có thể dựa vào thị trường trong nước có độ sâu, vững mạnh và không có rủi ro tiền tệ.<sup>20</sup>

**31. Thị trường trái phiếu chính phủ cũng là một nền tảng quan trọng cho việc phát triển thị trường vốn.** Một thị trường trái phiếu chính phủ vững mạnh sẽ giúp thực hiện tất cả những nội dung sau: (i) cung cấp một đường cong lợi suất ổn định và các tham chiếu về giá cho việc đánh giá các công cụ và danh mục, cũng như làm cơ sở cho phát triển các thị trường cho các sản phẩm của khu vực tư nhân như trái phiếu doanh nghiệp và các chứng khoán nợ cấu trúc (xem Biểu 10 về các đường cong lợi suất của Việt Nam và cuối năm), (ii) thúc đẩy trung gian tài chính, giúp dễ dàng hơn cho khu vực tư nhân phát hành nợ mà không có các chi phí quá hạn hay rủi ro, (iii) cung cấp các công cụ rủi ro thấp để giúp quản lý thanh khoản bởi các tổ chức cũng như thành viên thị trường, cũng như để thực hiện chính sách tiền tệ bởi ngân hàng trung ương, và (iv) giúp cho các khoản đầu tư rủi ro thấp sẵn có cho các nhà đầu tư cá nhân cũng như tổ chức.

**BIỂU 10. Đường cong lợi suất cuối năm của Việt Nam, 2015-2022**



Nguồn: HNX

20 Quỹ Tiền tệ Quốc tế, Ngân hàng Thế giới. 2021. "Hướng dẫn Phát triển các Thị trường Trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ." Washington DC: Quỹ Tiền tệ Quốc tế

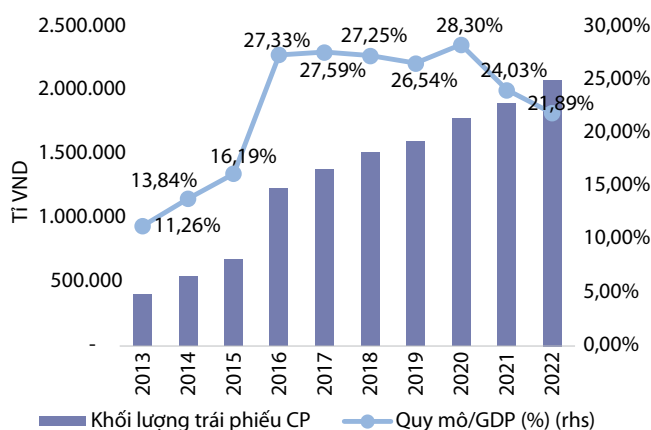
32. Trong giai đoạn 2017-2019, Việt Nam đã hoàn thiện những cải cách quan trọng về quản lý và pháp lý cho thị trường trái phiếu chính phủ.<sup>21</sup> Luật quản lý nợ công 2018 đã tạo cơ sở cho hệ thống giao dịch sơ cấp được cải thiện, cơ chế cho vay chứng khoán (hỗ trợ thanh khoản), và hoạt động quản lý nghĩa vụ nợ như mua lại hoặc chuyển đổi. Để thực hiện những điều này, ba Thông tư đã được ban hành vào năm 2018 và 2019<sup>22</sup>, dù rằng một số nội dung vẫn đang đợi triển khai.

## Huy động vốn cho chính phủ

33. Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ<sup>23</sup> của Việt Nam so với GDP đã đạt ngưỡng đi ngang, do khối lượng cần được huy động từ thị trường đã dần giảm đi, mặc dù thị trường tiếp tục là nguồn huy động vốn chính của chính phủ. Sau khi tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2011-2016, quy mô của thị trường này so với GDP đã ổn định (Biểu 11). Tổng phát hành hàng năm của các trái phiếu chính phủ được đưa ra thị trường (khác với các trái phiếu không chuẩn hoá và do đó không thể giao dịch) đã đạt 324 nghìn tỉ đồng vào năm 2020, tăng 64% so với năm 2019<sup>24</sup>, và tiếp tục tăng lên 318 nghìn tỉ đồng vào năm 2021 và giảm xuống còn 215 nghìn tỉ vào năm 2022.<sup>25</sup> Tuy nhiên, thị trường trái phiếu chính phủ của Việt Nam vẫn còn nhỏ so với các nước khác trong khu vực (Biểu 12).

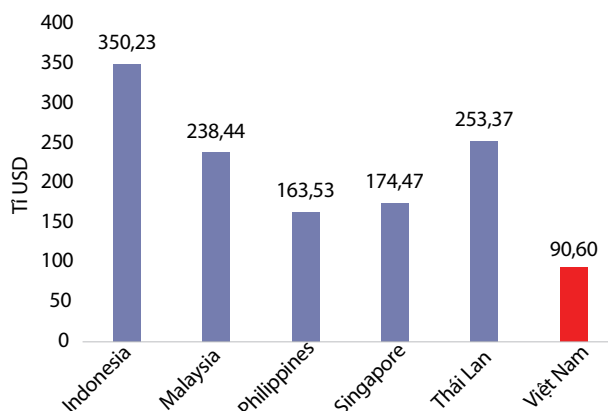
34. Những công cụ kỳ hạn dài chiếm đa số trong danh mục phát hành, giúp kéo dài thời gian đáo hạn và bảo vệ các nhà phát hành khỏi những thay đổi về lãi suất và tâm lý của nhà đầu tư.

BIỂU 11. Khối lượng và quy mô trái phiếu chính phủ so với GDP



Nguồn: VBMA, BTC

BIỂU 12. So sánh thị trường trái phiếu chính phủ giữa các nước



Nguồn: Asian Bonds Online, FiinGroup

21 Phù hợp với Lộ trình Phát triển Thị trường Trái phiếu giai đoạn 2017 - 2020 và tầm nhìn đến năm 2030.

22 Nghị định 95/2018/NĐ-CP về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch các công cụ nợ của chính phủ trên thị trường chứng khoán và Thông tư số 110, 111/2018 và 30/2019.

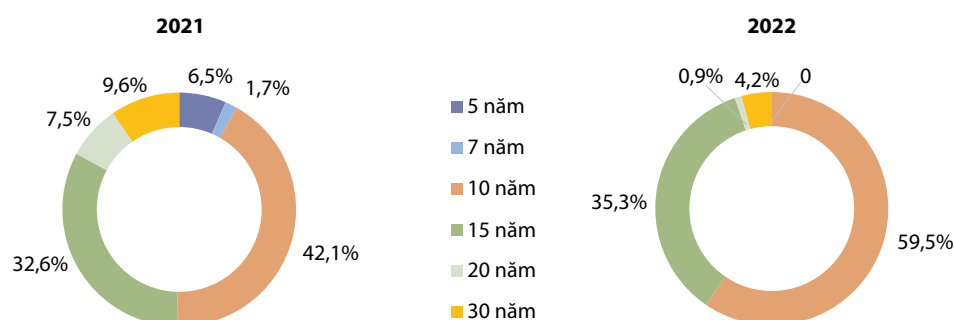
23 Trái phiếu chính phủ, không bao gồm trái phiếu được chính phủ bảo đảm và trái phiếu đô thị.

24 Báo cáo thường niên VBMA 2020.

25 Bộ Tài chính, VBMA, tính toán của các tác giả.

Đó là mục tiêu chiến lược của Bộ Tài chính dẫn tăng thời gian đáo hạn trung bình của danh mục. Các công cụ kỳ hạn 10 năm và 15 năm được chào bán hàng tuần nhưng chính phủ đã không phát hành các công cụ với kỳ hạn dưới 5 năm trong vài năm qua. Tính đến năm 2022, thời gian đáo hạn trung bình là 12.7 năm. Năm 2021, việc phát hành các công cụ có thời hạn 10 năm hoặc dài hơn đã chiếm đến 95% tổng các đợt phát hành và con số này là 100% vào năm 2022 (Biểu 13).

BIỂU 13. Tỷ lệ phát hành chia theo kỳ hạn trong năm 2021 và 2022



Nguồn: HNX, VBMA, tính toán của các tác giả.

**35. Việc kéo dài thời gian đáo hạn các trái phiếu chính phủ đã thực hiện được nhờ sự tham gia của BHXH trên thị trường sơ cấp.** Nhìn chung, cơ sở nhà đầu tư cho thị trường nợ trong nước vẫn tập trung ở các ngân hàng, bảo hiểm xã hội, và công ty bảo hiểm. Quỹ BHXH Việt Nam là nhà đầu tư duy nhất độc chiếm trên thị trường; thực tế thị phần đã và đang gia tăng (Bảng 1). Do Quỹ BHXH Việt Nam có các nghĩa vụ nợ dài hạn - dưới hình thức các quyền lợi hưu trí đối với người tham gia - nên Quỹ có nhu cầu cao đối với trái phiếu chính phủ kỳ hạn dài và đã trở thành bên mua chủ đạo trên thị trường đấu giá sơ cấp của các trái phiếu có kỳ hạn dài hơn. Trong khi việc tham gia vào thị trường của Quỹ BHXH là tích cực cho việc kéo dài thời gian đáo hạn bình quân của các trái phiếu chính phủ, nhưng việc độc chiếm thị trường cũng có hệ quả không mong muốn trong quá trình xác định giá. Nội dung này sẽ được thảo luận dưới đây. Phần thảo luận về đầu tư của Quỹ BHXH sẽ được tìm hiểu ở chương sau.

BẢNG 1. Cơ cấu cơ sở nhà đầu tư vào trái phiếu chính phủ

Nhà đầu tư	2017	2018	2019	2020	2021
Ngân hàng	52,7%	47,8%	43,9%	45,2%	41,9%
Quỹ BHXH và CT bảo hiểm	45,4%	50,8%	54,7%	54,1%	57,2%
Công ty chứng khoán	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Các quỹ đầu tư	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Không cư trú	1,2%	0,6%	0,8%	0,6%	0,7%
Khác	0,6%	0,8%	0,7%	0,1%	0,0%

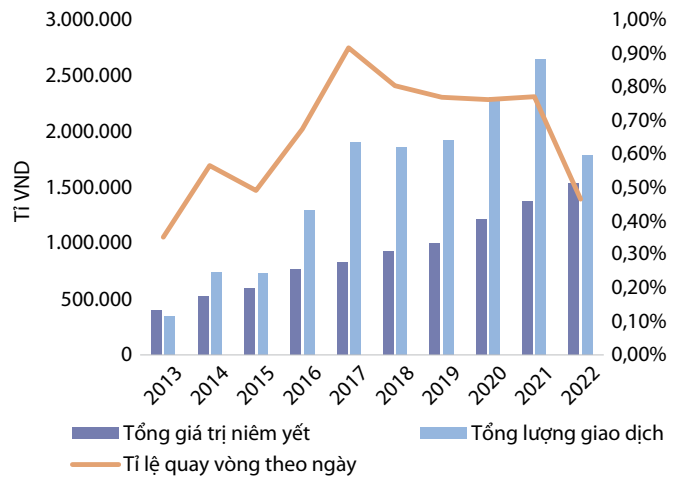
Nguồn: Bộ Tài chính.



## Chức năng xác định giá của thị trường trái phiếu chính phủ của Việt Nam

**36. Với tư cách là một công cụ, trái phiếu chính phủ bằng đồng Việt Nam đại diện cho các công cụ có rủi ro thấp nhất trên thị trường nội địa, và giá cả của nó là nguồn tham chiếu thiết yếu cho các tài sản khác trong nước.** Điều này không chỉ đúng đối với các chứng khoán chi trả lãi suất, mà còn đúng với bất cứ tài sản nào có sinh lời theo thời gian. Giá cả của chúng thường bắt nguồn từ lợi tức giao dịch trên thị trường thứ cấp cho trái phiếu chính phủ. Thị trường đó đã chứng kiến tăng trưởng gần đây trong các hoạt động giao dịch hàng ngày (Biểu 14). Doanh số giao dịch trung bình hàng ngày đạt 7,2 nghìn tỉ đồng trong năm 2022, chiếm 0,47% tổng giá trị trái phiếu lưu hành (1.537 nghìn tỉ đồng).

**BIỂU 14. Khối lượng và doanh số giao dịch trái phiếu chính phủ trên thị trường thứ cấp**



Nguồn: Bộ Tài chính, VBMA, HNX.

**37. Để xây dựng đường cong lợi suất làm cơ sở xác định giá trên các thị trường tài chính, Kho bạc Nhà nước đang trong quá trình thiết lập các trái phiếu chuẩn (benchmark) ở các kỳ hạn khác nhau; tuy nhiên việc này cũng bị kìm hãm bởi việc triển khai chậm chương trình quản lý nợ.** Xây dựng chuẩn benchmark sẽ liên quan đến giảm đi số lượng các trái phiếu khác nhau ở một kỳ hạn nhất định, tập trung phát hành với ít loại trái phiếu hơn (hay các trái phiếu chuẩn) ở kỳ hạn đó, và tăng quy mô của những trái phiếu này để giúp chúng thanh khoản tốt hơn. Kho bạc Nhà nước đã dần tăng lên quy mô mục tiêu chuẩn benchmark của các công cụ nhất định lên 15 nghìn tỉ đồng (622 triệu đô la Mỹ), nhưng tính đến tháng 12/2022, mới chỉ có 25 trái phiếu đạt được quy mô mục tiêu. Danh mục trái phiếu chính phủ có thể được giao dịch đã lên đến 177 trái phiếu chính phủ, vẫn quá nhiều để được coi là chuẩn benchmark, và nhiều trong số này có ngày đáo hạn giống nhau. Việc này là do việc chậm triển khai chương trình quản lý nợ, như mua lại hay hoán đổi, nhằm giảm thiểu rủi ro tái cấp vốn của những trái phiếu lớn khi chúng đáo hạn.

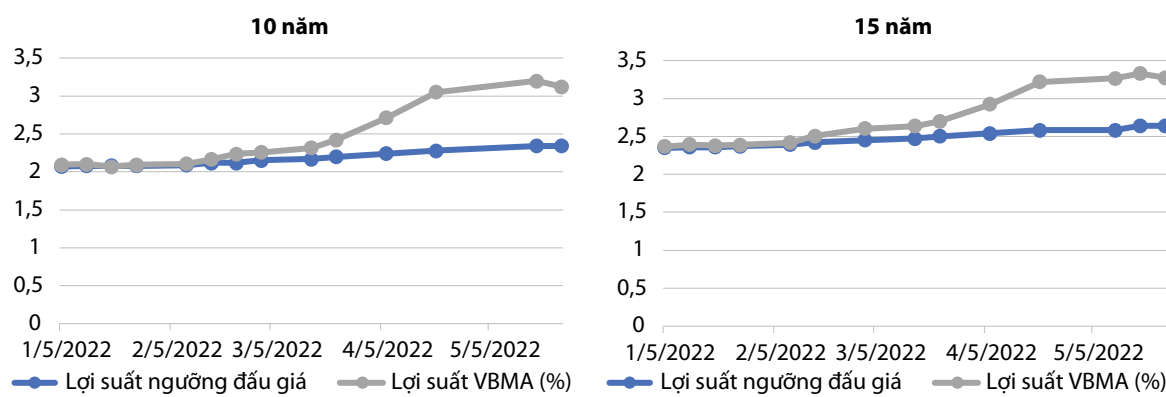
**38. Sự phân tán của danh mục trái phiếu cũng dẫn đến thực tế bất thường về việc niêm yết giá theo các kỳ hạn thay vì cho các công cụ cụ thể, điều này làm giao dịch trở nên phức tạp và cản trở việc đưa thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam vào trong rổ các chỉ số trái phiếu chính phủ toàn cầu.** Với hy vọng giảm đi sự phân tán và tăng quy mô các trái phiếu chuẩn, nhà đầu tư mong đợi rằng mỗi công cụ có mức giá và lợi suất khác nhau đều phản ánh được những đặc điểm riêng của trái phiếu đó. Thực tiễn hiện nay được cho là trở ngại lớn cho các nhà đầu tư nước ngoài cũng như để được đưa vào trong bất cứ chỉ số trái phiếu quốc tế nào, ví dụ như J.P. Morgan Global Bond Index. Hộp 2 đưa ra ví dụ quốc tế về sáng kiến xây dựng thành công chuẩn so sánh dẫn đến việc được đưa vào chỉ số toàn cầu đối của trái phiếu chính phủ Séc-bi-a.



**39. Trọng tâm của các đợt phát hành trái phiếu với kỳ hạn dài hơn, dù tích cực, nhưng cũng có hệ quả không mong muốn cho việc xác định giá trái phiếu chính phủ và cho đường cong lợi suất.** Lẽ tự nhiên, thị phần của các nhà đầu tư dài hạn như là BHHH chiếm mức cao ở trong phân khúc này, nhưng họ hầu như là các nhà đầu tư mua để nắm giữ. Các ngân hàng cũng khá tích cực, nhưng không được sôi động như khi họ tham gia vào kỳ hạn trung bình đến ngắn, ví dụ 5 năm. Do những nhu cầu đầu tư dài hạn, BHHH Việt Nam tiếp tục mua các trái phiếu có kỳ hạn dài trên thị trường sơ cấp, thậm chí cả khi các mức lợi tức thấp hơn của các trái phiếu trên thị trường thứ cấp. BHHH Việt Nam bị cản trở tham gia vào thị trường thứ cấp do những điểm vướng mắc không cần thiết về mặt pháp lý. Hậu quả là, thường có sự khác nhau về giá giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp cho những trái phiếu có kỳ hạn dài, điều này làm ảnh hưởng đến độ tin cậy của đường cong lợi suất.

**40. Mong muốn của Bộ Tài chính là duy trì chi phí vốn thấp dẫn đến thực tế là lợi suất thị trường sơ cấp không phải lúc nào cũng phản ánh những điều kiện của thị trường thứ cấp.** Bộ Tài chính đôi khi có thể không chấp nhận giá thị trường thứ cấp bởi vì có sự hiện diện của BHHH Việt Nam như một NĐT mua trung thành. Việc này xảy ra trong hầu hết năm 2022, đặc biệt trong khoảng giữa tháng 4 và tháng 11, ví dụ, khi lợi suất thị trường thứ cấp đã tăng nhiều rồi nhưng lợi suất thị trường sơ cấp vẫn không tăng theo nhịp độ đó, dẫn đến khoảng cách đến trên 50 điểm cơ bản, thậm chí nhiều khi trên 100 điểm cơ bản. Khoảng cách giữa các giá này được minh họa trong Biểu 15 khi so sánh giá ngưỡng đưa ra đấu giá và các mức lợi suất thị trường do VBMA tính toán. Khi những người mua đặt giá mua ở các mức lợi suất cao hơn mức mong muốn của Bộ Tài chính, Bộ Tài chính nhiều khi còn huỷ đợt phát hành. Trong khoảng thời gian từ tháng 1/2020 đến tháng 5/2022, Bộ Tài chính đã từ chối tất cả các chào mua trong 20% các đợt đấu giá, điều này khiến việc phát hành khó dự đoán hơn cho thị trường.

**BIỂU 15. Lợi suất thị trường sơ cấp và thứ cấp trên cùng một kỳ hạn**



Nguồn: HNX, VBMA, tính toán của các tác giả.

**41. Cũng có những vấn đề nghiêm trọng khác với đường cong lợi suất được tạo ra bởi các giao dịch trên thị trường thứ cấp.** Đường cong lợi suất được Sở GDCK Hà Nội công bố không phản ánh đúng thực tế hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp và không được xem là đáng tin cậy. Có hai lý do cho vấn đề này. Đầu tiên, việc tính toán đường cong lợi suất

của HNX dựa trên các chào giá dự kiến đưa ra bởi các nhà giao dịch sơ cấp của HNX và dựa trên các giao dịch được báo cáo qua HNX. Chào giá dự kiến không phải lúc nào cũng theo những thay đổi về điều kiện thị trường, đặc biệt trong ngày giao dịch và tính cho đến thời điểm tháng 6/2023, nghĩa vụ chào các mức giá *có thể thực hiện được (executable price)* đã không còn được triển khai. Lý do thứ hai đó là các báo cáo giao dịch cũng không đáng tin cậy do các giao dịch chỉ được báo cáo vào ngày trước khi thanh toán nhưng có thể đã được thoả thuận trước khi thanh toán 3 hoặc 4 ngày. Do vậy, các mức giá báo cáo cũng không phản ánh đúng thực tế điều kiện thị trường, mà đó là gộp các mức giá trong suốt 3 đến 4 ngày trước đó.

**42. Việc phát hành trái phiếu chính phủ cần được cân bằng bám theo đường cong lợi suất, bao gồm phát hành thường xuyên các kỳ hạn ngắn đến trung bình.** Duy trì danh mục phát hành như hiện thời, tập trung vào kỳ hạn dài, chỉ có thể thực hiện vì BHXH là bên mua nội ngành của các công cụ dài hạn, thường là ở mức chi phí thấp một cách không bình thường. Chiến lược này có thể gây tổn kém về lâu dài do lợi nhuận tiết kiệm của người dân được duy trì thấp, và nó có thể không bền vững cho BHXH với tư cách là một quỹ hưu trí nhà nước. Đường cong lợi suất bị sai lệch trong kỳ hạn ngắn đến trung bình do thiếu các đợt phát hành và ở các kỳ dài hạn hơn bởi giá phát hành đã bị sai lệch.

**43. Tăng cường hệ thống nhà giao dịch sơ cấp đối với trái phiếu chính phủ và cải thiện hiệu quả thanh toán có thể giúp nâng cao tính tin cậy của thông tin về giá.** Các nhà giao dịch sơ cấp là các tổ chức tài chính được lựa chọn có đặc quyền tham gia vào đấu thầu trên thị trường sơ cấp nhưng đổi lại phải cam kết tham gia vào các nghĩa vụ tạo lập thị trường với trái phiếu chính phủ. Việc đưa ra và thực thi các nghĩa vụ tạo lập thị trường nghiêm ngặt hơn có thể cải thiện thanh khoản thị trường thứ cấp, và do đó cải thiện độ tin cậy về giá. Mặt khác, các quyền và nghĩa vụ của nhà giao dịch sơ cấp đang mất cân đối, do đặc quyền được tham gia vào đấu giá lần đầu rất lớn. Việc triển khai cơ chế hỗ trợ thanh khoản của Bộ Tài chính, như một phần trong chương trình xây dựng chuẩn, cũng sẽ giúp cho các nhà tạo lập thị trường thực hiện được các nghĩa vụ của họ. Trong khi đó, hiệu quả về thanh toán sẽ tạo lòng tin cho các thành viên thị trường để báo cáo giao dịch khi giao dịch diễn ra, thay vì 3-4 ngày sau. Thảo luận thêm về thanh toán sẽ được đưa ra ở chương về chữ I thứ năm về Hạ tầng Thị trường.

## HỘP 2. Séc-bi-a: Xây dựng Trái phiếu chuẩn<sup>26</sup>

**Tính đến năm 2015, thị trường trái phiếu chính phủ tại Séc-bi-a có đặc thù là bị phân mảnh chủ yếu bởi danh mục trái phiếu chính phủ bằng đồng dinar Séc-bi-a.** Vào cuối năm 2015, danh mục trái phiếu chính phủ bằng đồng dinar bao gồm trên 70 công cụ đang lưu hành không có thanh khoản và kỳ hạn đáo hạn trung bình của danh mục chứng khoán nợ trong nước thấp (khoảng 2 năm) so với các nước khác trong khu vực. Cục quản lý nợ công Séc-bi-a (PDA) đã giới thiệu chương trình phát hành chuẩn nhằm tăng tính thanh khoản của thị trường, nâng cao tính hấp dẫn của thị trường cho các nhà

26 Quý Tiến tậ Quốc tế, Ngân hàng Thế giới. 2021. "Hướng dẫn Phát triển các Thị trường Trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ." Washington DC: Quý Tiến tậ Quốc tế.

đầu tư, và tạo điều kiện giao dịch các trái phiếu kỳ hạn dài hơn. Chính phủ coi việc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ trong nước là thành phần trung tâm trong chiến lược của mình nhằm phát triển thị trường vốn Séc-bi-a.

**PDA đã đưa ra một loạt các biện pháp nhằm cải thiện tính thanh khoản của thị trường trái phiếu chính phủ bằng đồng dinar thông qua việc xây dựng đường cong lợi suất chuẩn.** Từ năm 2016, phát hành trên thị trường sơ cấp được tập trung vào các trái phiếu chuẩn có kỳ hạn là 3, 5, 7 và (sau đó) 10 năm, việc này giúp hình thành lên một lượng phát hành chuẩn có giá trị tương đương 1 tỉ đô la Mỹ. Để giảm thiểu rủi ro tái cấp vốn khi những trái phiếu này đến hạn, vào năm 2018 PDA đã bắt đầu các biện pháp quản lý nợ (như mua lại) trước khi đáo hạn.

**Khi quy mô được tăng lên, các trái phiếu chuẩn đã đem đến thanh khoản cao hơn và định giá được cải thiện hơn so với các trái phiếu khác.** Ví dụ, các trái phiếu chuẩn kỳ hạn 7 năm và 10 năm cho thấy tỉ suất quay vòng quy theo năm lần lượt là 113% và 51% trong nửa đầu năm 2019, so với tỉ suất quay vòng cho toàn bộ các trái phiếu bằng đồng dinar là 39%. Chênh lệch chào mua-chào bán cũng đã được thu hẹp cho các trái phiếu chuẩn, điều này cho thấy xác định giá đã đáng tin cậy và hiệu quả hơn.

**Việc xây dựng đường cong lợi suất chuẩn cũng thu hút các nhà đầu tư nước ngoài và cho phép Séc-bi-a đáp ứng được các điều kiện để được đưa vào các chỉ số trái phiếu thị trường mới nổi toàn cầu.** Minh bạch về giá, thanh khoản, và ổn định của thị trường là những khía cạnh then chốt được xem xét bởi các nhà cung cấp chỉ số để đưa vào các chỉ số toàn cầu. Sau khi đưa Séc-bi-a vào danh sách chờ xét nâng hạng lên thị trường mới nổi vào tháng 2/2020, J.P Morgan cuối cùng đã đưa 3 trái phiếu bằng đồng dinar của Séc-bi-a vào Chỉ số J.P. Morgan Global Bond Index – Emerging Market vào tháng 6/2021.

## Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

44. Năm 2021, Quyết định số 1191 của Thủ tướng chính phủ để ra lộ trình chi tiết phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam làm kênh huy động vốn bổ sung có hiệu quả.<sup>27</sup> Thị trường trái phiếu doanh nghiệp nếu được cơ cấu hợp lý sẽ đem lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế, bao gồm:

### Tiếp cận tài chính

- (a) Đa dạng hoá các nguồn vốn: Tiếp cận đến trái phiếu doanh nghiệp giúp giảm đi sự lệ thuộc vào lĩnh vực ngân hàng - thường là nguồn cấp vốn duy nhất hoặc chủ đạo ở một nước đang phát triển. Việc này giúp bảo vệ doanh nghiệp trong những giai đoạn có căng thẳng về tài chính khi tín dụng ngân hàng bị rút bớt. Nó cũng tạo ra một nguồn huy động vốn tiềm năng cho các dự án thu hút các nhà đầu tư mà chưa thể tiếp cận được đến tín dụng ngân hàng, bao gồm các dự án có ít bảo đảm, rủi ro cao hơn, hoặc lịch sử hoạt động hạn chế.

27 Quyết định số 1191/QĐ-TTg của Thủ tướng ngày 14/8/2017.

- (b) Tín dụng dài hạn: Ở nhiều nước đang phát triển, các doanh nghiệp phải chịu cảnh thiếu tín dụng dài hạn với các mức lãi suất cố định cho toàn bộ khoảng thời gian tín dụng. Trái phiếu cung cấp được chính xác loại hình cấp vốn này, và đặc biệt quan trọng cho các dự án về hạ tầng.

### Các cơ hội đầu tư

- (c) Đa dạng hoá đầu tư: Bằng việc đa dạng hoá, các nhà đầu tư có thể giảm thiểu những rủi ro của mình đối với nguồn vốn và cả sự biến động về lợi tức. Trái phiếu cho phép nhà đầu tư hạn chế được khả năng chịu rủi ro đối với một công ty cụ thể ở một khoản cụ thể, và giảm hoặc tăng khả năng chịu rủi ro đó.
- (d) Đáp ứng nhu cầu của các nhà đầu tư tổ chức: Những nhà đầu tư này có các nghĩa vụ dài hạn và cần có các cơ hội đầu tư dài hạn phù hợp. Ở các thị trường phát triển cao, trái phiếu thường được cấu trúc để đáp ứng những yêu cầu của các nhà đầu tư dài hạn cụ thể.

### Công bố thông tin và xác định giá

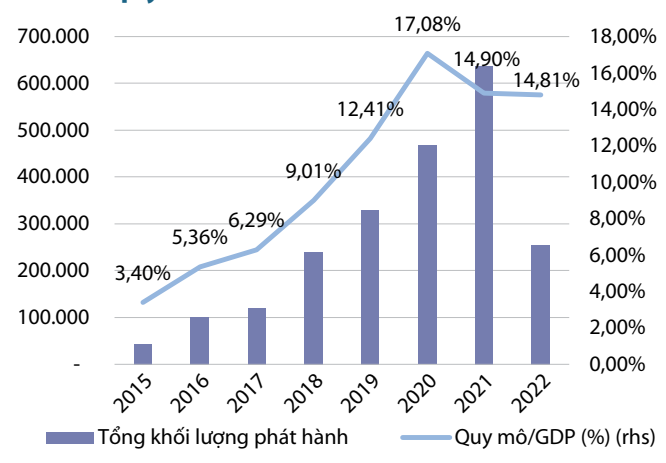
- (e) Định giá tín dụng minh bạch và có đủ thông tin: Minh bạch bắt buộc đối với các tổ chức phát hành và các giao dịch trái phiếu có nghĩa là các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định có đủ thông tin về các mức giá tối ưu cho các khoản nợ của các công ty khác nhau.

**45. Các ngân hàng cũng được hưởng lợi từ sự hiện diện của thị trường trái phiếu doanh nghiệp sôi động, dù nhận thức rằng họ phải cạnh tranh với nhau.** Một thị trường sôi động sẽ đem đến nguồn thu nhập tiềm năng cho các ngân hàng, trực tiếp hoặc thông qua các công ty con, bao gồm các khoản phí từ việc cơ cấu, phân phối và bảo lãnh trái phiếu, cũng như từ các dịch vụ cho các tổ chức phát hành khi làm đại lý thanh toán hoặc uỷ thác. Thị trường cũng thúc đẩy việc phát hành trái phiếu bởi chính các ngân hàng, tạo điều kiện tiếp cận đến tập khách hàng là các nhà đầu tư mới và nâng cao quản lý nợ, đặc biệt với các kỳ hạn trung và dài.

### Tiếp cận tài chính thông qua thị trường trái phiếu doanh nghiệp

**46. Mặc dù Việt Nam có thị trường trái phiếu doanh nghiệp sôi động, nhưng vẫn còn nhiều dư địa cho tăng trưởng.** Trong khoảng 2015 - 2021, khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp tăng trưởng với tỉ lệ gộp hàng năm là khoảng 57%, đạt 637 nghìn tỉ đồng (26 tỉ đô la Mỹ) vào năm 2021, trước khi giảm xuống mức 255 nghìn tỉ (11 tỉ đô la) vào năm 2022. Điều này cho

**BIỂU 16. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp hàng năm và quy mô so với GDP**

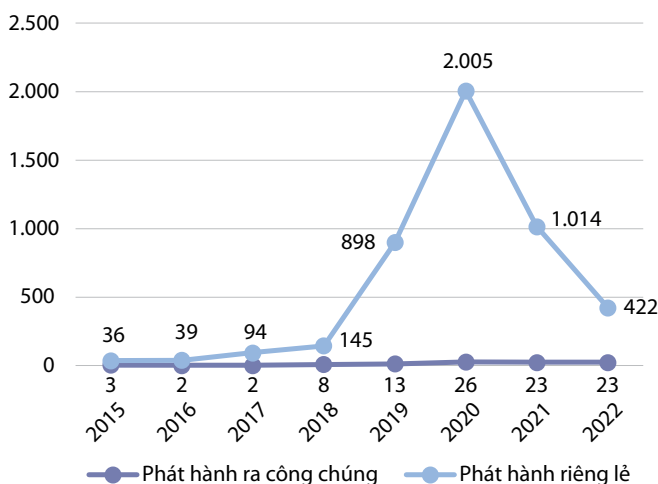


Nguồn: Bộ Tài chính, VBMA.

thấy cú nhảy vọt từ 43 nghìn tỉ đồng (2 tỉ đô la Mỹ) vào năm 2015 (Biểu 16). Giá trị đang lưu hành chiếm khoảng 15% GDP Việt Nam trong năm 2022, so với 27% - 105% GDP ở các nước khác trong khu vực.<sup>28</sup> Một phần cho sự tăng trưởng này sẽ đến từ việc mở rộng đến các ngành mới, do các phát hành hiện tập trung chủ yếu ở ngành bất động sản (chiếm 20% các đợt phát hành năm 2022, 36% năm 2021), trong khi các công ty có thể có đòn bẩy cao và tỉ lệ nợ trên vốn chủ ở mức 20 không phải là hiếm.

**47. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam giới hạn chủ yếu ở phát hành riêng lẻ, trong khi chào bán trái phiếu ra công chúng chứng kiến sự tăng trưởng ít (Biểu 17); điều này dấy lên lo ngại về khả năng bảo vệ nhà đầu tư.** Năm 2021, chỉ có 23 đợt phát hành ra công chúng (29 nghìn tỉ đồng, chiếm 4,6% tổng phát hành trái phiếu doanh nghiệp) so với 1.014 đợt phát hành riêng lẻ (608 nghìn tỉ đồng, chiếm 95,4% lượng phát hành). Các đợt phát hành ở trên cả hai loại là ra công chúng và riêng lẻ đều tập trung ở một số ít các ngành, với 72% đến từ lĩnh vực bất

**BIỂU 17. Số lượng các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp**



Nguồn: FiinGroup, VBMA

động sản và ngân hàng. Thị trường phát hành trái phiếu riêng lẻ vững mạnh là điều tốt cho nền kinh tế. Có nghĩa là các dự án của tư nhân được cấp vốn, nhưng đó là thị trường có hạn chế về công bố thông tin và hạn chế bảo vệ nhà đầu tư. Việc tập trung phát hành riêng lẻ có nghĩa là các nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm có ít lựa chọn hơn ngoài việc tham gia vào thị trường đó, nhưng họ lại không được trang bị đầy đủ để đánh giá rủi ro hoặc có khả năng hấp thu các khoản thua lỗ. Điều này khiến họ đối mặt với rủi ro tổn thất nghiêm trọng đối với lợi ích và tài sản của nhà đầu tư và có tác động đến độ tin cậy của thị trường và lòng tin của công chúng đầu tư. Các cơ quan quản lý nhận thấy nhu cầu cần cải thiện thị trường phát hành ra công chúng để cạnh tranh với phát hành riêng lẻ, và để đảm bảo rằng phát hành riêng lẻ sẽ được khoanh vùng quản lý tốt.

**48. Những trở ngại quanh quy trình chào bán ra công chúng được cho là một trong những lý do chính cho việc phần nhiều lựa chọn chào bán riêng lẻ.** Các tổ chức phát hành riêng lẻ đương nhiên là có ít hơn các yêu cầu cần phải đáp ứng so với phát hành ra công chúng. Phát hành ra công chúng được yêu cầu phải nộp hồ sơ với nhiều giấy tờ chi tiết để Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đánh giá và phê duyệt, bao gồm cả các chấp thuận chi tiết và kỹ thuật của đại hội đồng cổ đông và hội đồng quản trị. Các yêu cầu nặng nề, tương tự như yêu cầu đối với chào bán cổ phiếu ra công chúng, mặc dù có những khác biệt lớn

28 Gồm Úc, Malaysia, Singapore, Hàn Quốc, và Thái Lan.



giữa trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu. Các thành viên thị trường báo cáo rằng quy trình phê duyệt đối với chào bán trái phiếu ra công chúng kéo dài và không chắc chắn, thường là mất 3 đến 6 tháng. Ngoài thời gian chuẩn bị những giấy tờ cần thiết, các cơ quan quản lý được cho là thường yêu cầu có chấp thuận trước từ họp đại hội đồng cổ đông về kế hoạch phát hành chi tiết, kế hoạch sử dụng vốn, và kế hoạch trả nợ, những yêu cầu này cũng mất thêm thời gian và tạo ra thêm rủi ro cho quá trình phát hành. Khi đã được chấp thuận, tổ chức phát hành *không thể* thay đổi các kỳ hạn của trái phiếu dù cho có những biến động về điều kiện thị trường. Họ được yêu cầu phải thực hiện và không được huỷ đợt phát hành.

**49. Việc niêm yết trái phiếu chào bán ra công chúng không được thực hiện tự động sau khi phê duyệt và phát hành, có thể mất đến vài tháng, và điều này tạo thêm những trở ngại cho việc lựa chọn phát hành trái phiếu ra công chúng.** Theo luật, việc phát hành phải được thực hiện ngay sau khi được chấp thuận, trong khi quy trình niêm yết có thể mất thêm 2 đến 3 tháng. Nhà đầu tư không thể giao dịch trong thời gian đó. Như được giải thích thêm dưới đây, điều đó cũng có nghĩa là các quỹ đầu tư nhà nước chỉ được phép mua chứng khoán *niêm yết* sẽ không thể mua trái phiếu phát hành ra công chúng khi đã phát hành, mà phải đợi cho đến khi nào những trái phiếu đó được niêm yết xong.

**50. Định giá trái phiếu hiện tại không phản ánh các thông lệ quốc tế, đặc biệt là các nước phát triển.** Ở những quốc gia này, giá thường được xác định dựa trên sự kết hợp của (i) giá của trái phiếu chính phủ có cùng các điểm đáo hạn, đại diện cho các công cụ có rủi ro thấp nhất sẵn có ở quốc gia đó, (ii) rủi ro tín dụng gia tăng được nêu trong báo cáo định mức tín nhiệm và (iii) giảm thiểu của rủi ro tín dụng đó thông qua bảo đảm hoặc tương tự. Tại Việt Nam, đường cong lợi suất trái phiếu không hiệu quả, cả ở các kỳ hạn ngắn và dài, và định mức tín nhiệm rất hiếm. Điều này có nghĩa là giá trái phiếu được cho là dựa trên lãi suất tiền gửi và cho vay của ngân hàng kỳ hạn 1 năm, thay vì xác định dựa trên thị trường về các lợi suất rủi ro thấp. Việc thiếu định mức tín nhiệm đến nay cũng có nghĩa là các nhà đầu tư không có thông tin độc lập thiết yếu để hiểu được rủi ro thất bại trong đáp ứng những cam kết của tổ chức phát hành trái phiếu - và như thế các nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm bị bỏ mặc. Hệ quả trực tiếp của việc này là hầu hết các trái phiếu phát hành riêng lẻ có gắn với tài sản đảm bảo, nhưng các thành viên thị trường phản ánh rằng nhiều các tài sản đảm bảo đó có rủi ro và chỉ hấp dẫn đối với các nhà đầu tư có ít kinh nghiệm. Rõ ràng là cần có những cải thiện:

- Thực hiện thay đổi cần thiết để có được đường cong lợi suất đáng tin cậy (đề cập trong phần khác của báo cáo này).
- Đưa ra yêu cầu phải có xếp hạng tín nhiệm đối với trái phiếu chào bán cho các nhà đầu tư ít kinh nghiệm. Tốt nhất việc này cần thực hiện đối với cả thị trường trái phiếu phát hành riêng lẻ và cả phát hành ra công chúng.
- Thay thế quy trình thể chấp ở cả hai thị trường bằng những yêu cầu có ý nghĩa hơn. Điều này có thể được thực hiện ví dụ bằng cách yêu cầu rằng tài sản đảm bảo phải kèm theo ý kiến pháp lý độc lập và sẵn sàng trong trường hợp mất khả năng chi trả. Đối với chào bán ra công chúng, chỉ cần có ý kiến như vậy từ công ty luật được chấp thuận, đáp ứng các điều kiện đặt ra bởi cơ quan quản lý, là đủ để được chấp thuận.

**51. Những điểm yếu của trái phiếu phát hành riêng lẻ, cũng như những liên kết giữa chúng và việc các ngân hàng giúp phân phối các sản phẩm này ở thị trường trong nước tạo ra rủi ro là việc mất khả năng thanh toán có thể lan ra toàn ngành và cũng có thể lan sang khu vực tài chính.** Việc mất khả năng thanh toán đối với trái phiếu phát hành riêng lẻ có thể không chỉ gây tổn hại đến các nhà đầu tư, mà cũng có thể gây ra những tác hại không tương xứng đến các cá nhân mà thậm chí họ còn chưa rõ phải làm gì để bảo vệ lợi ích của mình. Xét đến mức độ nhiều các nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm, những lo ngại này có thể nhanh chóng lan rộng đến các công ty trong cùng ngành hoặc trong cùng tập đoàn của tổ chức mất khả năng thanh toán. Điều này thậm chí có thể lan rộng đến các ngân hàng liên kết với các tổ chức phát hành, hoặc được hiểu nhầm là đã đưa ra bảo lãnh ngầm cho nhà đầu tư, ngay cả khi họ không làm như vậy một cách rõ ràng.<sup>29</sup> Có hàng loạt các lựa chọn chính sách khả thi cho các cơ quan quản lý xem xét, bao gồm các biện pháp ngắn hạn như yêu cầu có xếp hạng tín nhiệm đối với trái phiếu bán cho các cá nhân có ít tài sản hơn, và kiện toàn phân biệt giữa các nhà đầu tư chuyên nghiệp và không chuyên (và làm sao để khó có thể lách được định nghĩa này). Ngoài ra còn có các lựa chọn trung hạn quan trọng, bao gồm việc tập hợp đại diện người sở hữu trái phiếu để thúc đẩy đối xử bình đẳng với tất cả người sở hữu trái phiếu (nếu có các nhà đầu tư cá nhân) và thậm chí tái cơ cấu thoả thuận các trái phiếu, nếu có thể, để phục vụ lợi ích của tất cả các bên.

## Nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp

**52. Các nhà đầu tư chính trên thị trường sơ cấp trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam là các ngân hàng và các công ty chứng khoán, mặc dù những trái phiếu này sau đó được phân phối cho các khách hàng là nhà đầu tư cá nhân thông qua thị trường thứ cấp.** Các ngân hàng và các công ty chứng khoán chiếm khoảng 60% lượng mua trên thị trường sơ cấp, với 25% nắm giữ bởi các tổ chức khác như các công ty bảo hiểm và các quỹ đầu tư. Con số này không bao gồm BHXH do phải tuân thủ theo chính sách đầu tư bị giới hạn. Chỉ một phần nhỏ (5%) các nhà đầu tư cá nhân trực tiếp tham gia vào thị trường sơ cấp. Khoảng 40% khối lượng mua của các ngân hàng được hiểu là sẽ được phân phối gần như ngay lập tức đến các cá nhân trên thị trường sơ cấp, dù là thông tin dữ liệu hạn chế.

**53. Theo Luật chứng khoán, có sự phân định rõ giữa các nhà đầu tư có thể được chào bán thông qua chào bán ra công chúng và nhà đầu tư tham gia vào chào bán trái phiếu riêng lẻ.** Các nhà đầu tư trên thị trường chào bán riêng lẻ không có được những sự bảo vệ như trên thị trường chào bán ra công chúng. Nhiều nhà đầu tư, vì thiếu kinh nghiệm, đang đầu tư vào các trái phiếu chỉ vì nó có mức lợi tức cao hơn mà không xét đến những rủi ro tiềm tàng hay rủi ro tập trung. Điều này được củng cố bởi thực tế xảy ra là các ngân hàng: (i) bán trái phiếu cho các khách hàng mà không có trách nhiệm kiểm tra sự phù hợp hoặc cung cấp cho khách hàng thông tin chi tiết về các trái phiếu và (ii) hứa hẹn mua lại trái phiếu từ khách hàng trong vòng khoảng 6 tháng với mức lợi nhuận cố định.

<sup>29</sup> Vụ việc gian lận về phát hành trái phiếu doanh nghiệp của tập đoàn bất động sản Vạn Thịnh Phát, cùng với Ngân hàng Thương mại Sài Gòn đã gây mất lòng tin vào ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp.

54. Để tránh sự tham gia vào của các nhà đầu tư cá nhân, Luật chứng khoán đã quy định rằng chỉ có các nhà đầu tư chuyên nghiệp có thể tham gia đầu tư vào trái phiếu phát hành riêng lẻ. Tuy nhiên, những điểm yếu trong định nghĩa này khiến cho trái phiếu tiếp tục được bán cho các nhà đầu tư dễ bị tổn thương. Theo định nghĩa này, chứng khoán có thể được chuyển tạm thời sang cho nhà đầu tư cá nhân và phân loại/xác định họ là nhà đầu tư chuyên nghiệp. Tuy nhiên, những nhà đầu tư này vẫn dễ bị tổn thương vì họ không hiểu được mức độ rủi ro. Xếp hạng tín nhiệm hiện vẫn chưa có ở cả chào bán ra công chúng và chào bán riêng lẻ, điều này gia tăng thách thức cho các nhà đầu tư có thể phân biệt được các mức độ rủi ro tín dụng khác nhau.

55. Các quỹ đầu tư đại chúng có thể đóng vai trò quan trọng trong việc giúp các nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm này được tiếp cận *gián tiếp* đến thị trường trái phiếu phát hành riêng lẻ, nhưng các quy định lại không khuyến khích việc tiếp cận này. Các quỹ công chúng hiện diện để các nhà đầu tư nhỏ lẻ có thể mua một phần nhỏ danh mục và tận dụng lợi thế về quy mô, kiến thức và đa dạng hoá rủi ro. Tuy nhiên, các quỹ công chúng tại Việt Nam bị hạn chế khả năng được đầu tư vào trái phiếu do họ chỉ được phép đầu tư 10% tài sản của họ vào các tài sản chưa niêm yết, bao gồm cả trái phiếu phát hành riêng lẻ và tất cả trái phiếu phát hành ra công chúng 2 đến 3 tháng sau khi phát hành. Khi một trái phiếu chào bán ra công chúng hấp dẫn được phát hành, một quỹ hoặc là phải tìm cách để có được khoảng dư 10% danh mục chưa niêm yết hoặc đề nghị công ty chứng khoán mua và nắm giữ thay cho mình cho đến khi trái phiếu được niêm yết chính thức. Cả hai phương án này đều tốn kém. Điều nghịch lý là các nhà đầu tư cá nhân khi có thể không phải là những nhà đầu tư chuyên nghiệp nhưng lại có thể mua trái phiếu phát hành riêng lẻ, nhưng các quỹ đầu tư của nhà nước được quản lý chuyên nghiệp lại bị hạn chế.

56. Nếu như những hạn chế về đầu tư và chào bán trái phiếu ra công chúng có thể được gỡ bỏ và cả thị trường phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng trở lên hấp dẫn hơn với tất cả các thành phần của nền kinh tế, thì thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể tiếp tục tăng trưởng nhanh. Từ quy mô hiện tại là 18% GDP, thị trường này có thể tăng trưởng thêm lên mức khoảng 30% GDP vào năm 2030. Nếu đạt được mức này, sẽ có thêm khoảng 33 tỉ đô la Mỹ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Điều này góp phần quan trọng vào việc đáp ứng nhu cầu đầu tư vốn và hạ tầng. Ngược lại, nếu các biện pháp cải cách không được thực hiện, tăng trưởng có thể chậm lại hay thậm chí còn âm, do những yếu kém hiện tại của thị trường có thể dẫn đến đổ vỡ hoặc mất khả năng thanh toán của một số trái phiếu trong tương lai, và điều này làm thay đổi viễn cảnh tăng trưởng của thị trường. Những cải cách về trái phiếu doanh nghiệp cũng cần được bổ sung bởi các cải cách khác, bao gồm cải cách về quỹ hưu trí và ngành quỹ đầu tư, hạ tầng thị trường, và khuôn khổ giám sát tổng thể. Những chương sau sẽ thảo luận những cải cách đó.

---

## Thị trường cổ phiếu

57. Thị trường cổ phiếu cho phép các chủ doanh nghiệp nhận được nguồn vốn từ các nhà đầu tư sẵn sàng chia sẻ cùng các rủi ro và lợi ích như chủ doanh nghiệp, thông qua việc mua cổ phần công ty. Các nhà đầu tư cổ phiếu phải cũng kiên nhẫn như chủ doanh nghiệp

trong việc chờ đợi các lợi ích tài chính và chịu cùng những rủi ro nếu việc kinh doanh không đạt thành công. Đặc điểm này có thể khiến cổ phiếu là phương án gọi vốn hấp dẫn hơn so với trái phiếu (phải trả lãi dù công ty có thành công hay không), nhưng nó cũng phải cân đối với đặc điểm khác: nhà đầu tư cổ phiếu được trao phần kiểm soát đối với công ty, và tất cả các thông tin đều phải được chia sẻ đầy đủ với họ. Như vậy, huy động vốn bằng cổ phiếu có tầm quan trọng đối với nền kinh tế muốn tăng trưởng nhanh chóng, đổi mới, và gia tăng thịnh vượng quốc gia. Sức khoẻ của thị trường cổ phiếu thường là một trong những chỉ số quan trọng của nền kinh tế thị trường nước nhà.

**58. Thị trường cổ phiếu của Việt Nam đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong vòng thập kỷ vừa qua.** Có hai Sở GDCK tập trung, đó là Sở GDCK Hà Nội (HNX) và Sở TP. Hồ Chí Minh (HOSE), và thị trường dành cho các công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM).<sup>30</sup> Trong giai đoạn 2011 - 2022, vốn hoá thị trường của Việt Nam trên hai thị trường cổ phiếu tập trung đã tăng vọt lên chiếm từ 19% lên 45% GDP. Nếu tính cả thị trường UPCOM, đến thời điểm 31/12/2022, tổng vốn hoá thị trường cổ phiếu đạt 5.258 nghìn tỉ (218 tỉ đô la Mỹ), tương đương với 55% GDP.<sup>31</sup> Thậm chí còn ghi nhận mức kỉ lục đạt 93% GDP vào cuối năm 2021, trước khi tụt giảm trở lại vào năm 2022 do tâm lý thị trường tiêu cực. Sự tăng trưởng năng động và những cải cách này giúp Việt Nam hiện tại chiếm khoảng 30% vốn hoá trên Chỉ số MSCI Frontier Markets Index và đang nằm trong danh sách chờ xét hạng để nâng hạng lên thị trường mới nổi bởi FTSE Russell. Nhằm thúc đẩy tăng trưởng hơn nữa, Chính phủ Việt Nam đã ban hành các chiến lược phát triển thị trường cổ phiếu bằng quyết định ở cấp thủ tướng chính phủ nhằm phát triển thị trường ổn định, minh bạch, và được quản lý tốt để bảo vệ tốt nhất lợi ích và lòng tin thị trường.

## Huy động vốn cho doanh nghiệp thông qua thị trường cổ phiếu

**59. Tính đến cuối năm 2022, có 743 công ty niêm yết trên Sở HOSE (402) và Sở HNX (341) với tổng mức vốn hoá thị trường đạt 4.301 nghìn tỉ đồng (178 tỉ đô la Mỹ).** Phần lớn vốn hoá đến từ Sở HOSE, là nơi niêm yết của các công ty lớn nhất (chiếm 77% tổng vốn hoá thị trường tính đến cuối năm 2022). Ngoài hai Sở GDCK, còn có thị trường UPCOM với 856 công ty được đăng ký giao dịch tính đến cuối năm 2022, với tổng mức vốn hoá đạt 957 nghìn tỉ (40 tỉ đô la Mỹ). Quy mô của các thị trường cổ phiếu như trình bày trong Biểu 18.

**60. So với mức vốn hoá thị trường, huy động vốn trên các Sở còn tương đối thấp.** Hoạt động huy động vốn đã giảm trong năm 2019 và 2020, mặc dù đã phục hồi lại trong năm 2021 (74 nghìn tỉ đồng, khoảng 3,2 tỉ đô la Mỹ) và 2022 (54 nghìn tỉ đồng, khoảng 2,3 tỉ đô la Mỹ), nhưng được thực hiện thông qua chào bán thứ cấp/phát hành thêm thay vì IPO của các công ty mới. Chỉ có 10 đợt IPO vào năm 2022, huy động được 1,6 nghìn tỉ đồng (66 triệu đô la Mỹ) so với 28 đợt IPO vào năm 2018, huy động được 73 nghìn tỉ đồng (3,2 tỉ đô la Mỹ) (Biểu 19). Tương tự, phần lớn các đợt huy động vốn trên UPCOM là thông qua chào bán thêm thay vì qua IPO,

30 Hai Sở GDCK tập trung được hợp nhất vào trong cấu trúc tập đoàn dưới Sở GD Chứng khoán Việt Nam (VNX), theo đó tất cả cổ phiếu có thể sẽ chỉ niêm yết trên Sở HOSE.

31 FiinGroup.

với số vốn 17 nghìn tỉ (717 triệu đô la Mỹ) đã huy động trong năm 2022. Hầu hết việc niêm yết được thực hiện sau thời gian dài các công ty trở thành công ty đại chúng, thông qua cổ phần hoá, bán cổ phần của các cổ đông chủ chốt cho các nhà đầu tư khác, hoặc các loại hình huy động vốn khác thông qua chào bán riêng lẻ bên ngoài Sở GDCK.

**61. Huy động vốn qua cổ phiếu đã trở nên đặc biệt quan trọng với các công ty trong hai năm đóng cửa do đại dịch COVID-19.** Khu vực tư nhân vẫn phải căng mình ra tìm kiếm nguồn vốn đáp ứng những nhu cầu do việc sử dụng đòn bẩy gia tăng trong những năm đầu của đại dịch. Việc tăng thanh khoản thị trường cổ phiếu trong giai đoạn 2020 - 2021 đã mở ra cánh cửa cho nhiều công ty niêm yết muốn huy động vốn thông qua phát hành thêm.

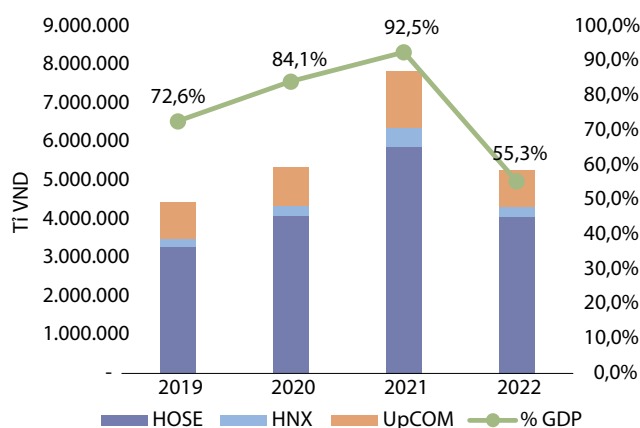
**62. Việt Nam cũng đang trở thành điểm đến ngày càng hấp dẫn cho các nhà đầu tư vốn mạo hiểm và cổ phần tư nhân.** Xu hướng này được thúc đẩy bởi vị thế quốc gia như một trung tâm tăng trưởng năng động cũng như tầng lớp trung lưu và cơ cấu dân số trẻ.

Từ năm 2016 đến 2022, huy động vốn đầu tư mạo hiểm đã tăng gấp 3 lần từ 205 triệu đô la Mỹ lên 855 triệu đô la Mỹ, chỉ riêng năm 2022 đã có đến 85 thương vụ.<sup>32</sup>

## Nâng hạng lên thị trường mới nổi

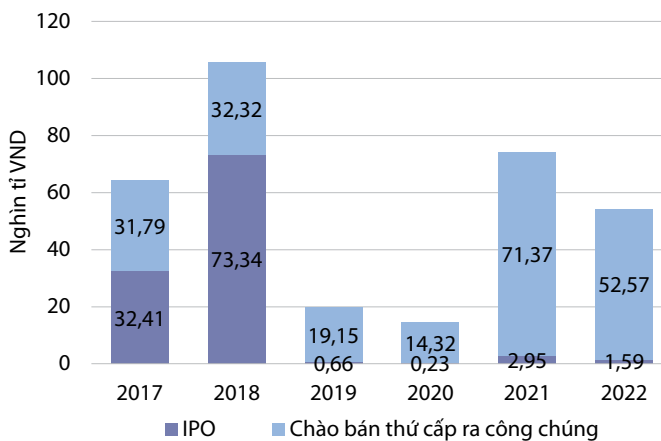
**63. Nếu Việt Nam muốn trở thành nước có thu nhập cao thì cần phải thu hút nguồn vốn đầu tư lớn vào khu vực tư nhân, đặc biệt thông qua cổ phần, bao gồm cả đầu tư quốc tế.** Hiện tại Việt Nam được cả MSCI và FTSE Russell phân hạng là thị trường cận biên và được đưa vào các chỉ số thị trường cận biên của họ. Cho đến nay, Việt Nam vẫn giữ tỉ trọng lớn nhất trong các chỉ số thị trường cận biên (trên 30% tổng tài sản quản lý thị trường cận biên) và đã đạt đến giới hạn được kỳ vọng ở phân hạng thị trường này. Ngoài ra, việc thăm dò

BIỂU 18. Vốn hoá thị trường cổ phiếu Việt Nam



Nguồn: HNX, HOSE, UpCOM

BIỂU 19. Huy động vốn cổ phần trên các sở chứng khoán



Nguồn: FiinGroup

32 Báo cáo Đầu tư Sáng tạo và Công nghệ Việt Nam 2023. Trung tâm Đổi mới Sáng tạo Quốc gia.



ý kiến gần đây bởi một nhà cung cấp chỉ số sẽ tăng số lượng các thị trường và giảm tỉ trọng. Việt Nam cũng đã nằm trong danh sách cân nhắc chờ xét nâng hạng lên thị trường mới nổi bởi FTSE Russell (từ tháng 9/2018) và đang được rà soát thường kỳ để nâng hạng bởi MSCI. Với việc nâng hạng lên thị trường mới nổi, Việt Nam sẽ trở thành một phần của các thị trường mới nổi rộng lớn hơn, thu hút nhiều vốn hơn (Hộp 3).<sup>33</sup>

**64. Để khai mở thị trường này, những biện pháp cải thiện cần được đưa ra để loại bỏ đi những trở ngại cho luồng vốn đầu tư nước ngoài vào thị trường.** Những trở ngại lớn nhất hiện nay đó là:

- (i) **Ký quỹ và phong toả trước chứng khoán trước giao dịch.** Thanh toán chứng khoán ở Việt Nam áp dụng yêu cầu chặt chẽ đó là trước khi bắt cứ giao dịch nào được thực hiện, bên mua phải có đủ tiền và bên bán phải có sẵn chứng khoán trong tài khoản.<sup>34</sup> Những yêu cầu ký quỹ và phong toả trước giao dịch như vậy có thể tạo ra những vấn đề lớn cho các nhà đầu tư. Việc đóng băng bất động vốn trong vài ngày trước khi mua gây cản trở cho việc tái cân đối hiệu quả danh mục của nhà đầu tư, điều này là đặc biệt quan trọng cho các quỹ theo chỉ số thị trường như các quỹ ETF. Các cơ quan quản lý đang thiết lập cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) như một giải pháp cho vấn đề này, mặc dù nó phải được thiết kế một cách thận trọng để đảm bảo rằng ký quỹ tiền và phong toả chứng khoán trước giao dịch là hoàn toàn thừa thãi. Việc chuyển dịch thành công của Ả-rập Xê-út khỏi yêu cầu về ký quỹ trước giao dịch để thanh toán thông qua CCP được tóm tắt trong Hộp 4.
- (ii) **Giới hạn sở hữu nước ngoài và room nước ngoài còn lại.** Việt Nam đặt ra giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) đối với các công ty vì lý do chủ quyền quốc gia, an ninh và lợi ích công cộng. Tùy thuộc mức độ hạn chế hoặc ngành nghề kinh doanh bị cấm, mức giới hạn sở hữu nước ngoài cụ thể được đưa ra theo luật và các cam kết quốc tế, hoặc mức tối đa là 50% nếu doanh nghiệp/ngành nghề kinh doanh không nằm trong Danh sách hạn chế Tiếp cận Thị trường.<sup>35</sup> Các công ty trong các ngành đó có giới hạn Sở hữu nước ngoài tối đa 49%. Một số ngành còn giới hạn nhiều hơn, ví dụ như ngân hàng (tối đa 30%) và hàng không (34%). Việc này tạo ra một số vấn đề lớn, đặc biệt khi room còn lại ít trong giới hạn (vấn đề room nước ngoài còn lại<sup>36</sup>) khiến cho nhà đầu tư nước ngoài gặp thách thức khi tìm kiếm chứng khoán để mua. Ngoài ra, còn vấn đề tỉ lệ chứng khoán tự do lưu hành của nhiều công ty ở mức thấp, đặc biệt các doanh nghiệp do nhà nước sở hữu một phần. Đối với các nhà đầu tư là tổ chức muốn mua lô lớn, đây thực sự là vấn đề. Các cơ quan quản lý cũng nhận thấy được nhu cầu cấp thiết cần tìm ra giải pháp cho vấn đề này. Các giải pháp đề xuất bao gồm Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) và bảng giao dịch nước ngoài (foreign board).

33 Nghiên cứu gần đây cho thấy luồng vốn vào ước khoảng 5 tỉ đô la Mỹ.

34 Bảo lãnh thanh toán có thể thay thế cho yêu cầu có đủ tiền. Điều này đã được đưa vào trong Thông tư 120/202/TT-BTC tại điểm a Khoản 1 Điều 7. Tuy nhiên, giải pháp này vẫn chưa thực hiện được do các ngân hàng lưu ký không được phép cung cấp bảo lãnh thanh toán cho nhà đầu tư nước ngoài theo các quy định hiện tại về ngân hàng.

35 Được nêu trong Nghị định 31/2021/ND-CP ngày 26/03/2021.

36 Ngoài việc giảm tỉ trọng các công ty theo giới hạn Sở hữu nước ngoài, các tổ chức cung cấp chỉ số cũng yêu cầu mức độ nhất định của room nước ngoài còn lại để được đưa vào và duy trì nằm trong các chỉ số. Khi ngưỡng room nước ngoài còn lại hạ xuống dưới những mức nhất định, tỉ trọng sẽ dần được giảm thậm chí nhiều hơn, để phản ánh khó khăn trong tìm kiếm cổ phiếu sẵn có để đầu tư.



(iii) **Tiếp cận bình đẳng đến thông tin.** Theo quy định hiện hành, tiếng Anh được khuyến khích nhưng chỉ sử dụng tham khảo cho việc công bố thông tin của các công ty niêm yết. Thực tế, chỉ có số ít các công ty niêm yết công bố thông tin gồm cả bản tiếng Anh, nhưng thường với thời gian trễ hơn. Các cơ quan quản lý đang xem xét đưa ra yêu cầu bắt buộc phải công bố thông tin bằng tiếng Anh đối với những cổ ty có quy mô lớn nhất. Như vậy, có thể bao gồm các công ty trong chỉ số hàng đầu đó là chỉ số VN30 và các tập đoàn có các công ty trong chỉ số đó. Việc thay đổi từ Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) sang Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS) cũng là một cải tiến quan trọng và cần thiết cần phải được ưu tiên.

**65. Việc triển khai nâng hạng có những rủi ro thực tế trong đó, nhưng việc giảm thiểu rủi ro có thể được dự trù và lập kế hoạch trước.** Kinh nghiệm từ các nước mới nổi khác cho thấy rằng một khi luồng vốn đầu tư vào các cổ phiếu thành phần của chỉ số toàn cầu, có rất ít biến động sau đó (không có các quyết định cản trở việc gia nhập hoặc rút ra của các quỹ nước ngoài). Phân tích về nhu cầu tiềm năng đối với đồng nội tệ để mua các chứng khoán sau khi nâng hạng cho thấy rằng khối lượng yêu cầu là có thể dự tính được và nhỏ so với nguồn thu nhập nước ngoài khác. Các cơ quan quản lý đã chứng minh sự thành công trong quản lý các luồng vốn vào thị trường ở mức tương tự (và lớn hơn). Những rủi ro vận hành xoay quanh việc nâng hạng có thể bao gồm việc bị dẫn vào các hệ thống giao dịch các lệnh được gửi vào trong thời gian xác định giá đóng cửa, tăng số lượng các lệnh được xử lý trong quá trình thanh toán bù trừ (đặc biệt nếu quy trình này có những phần thực hiện thủ công hoặc chuyển giao dịch giữa các thành viên).

**66. Như đề cập ở trên, nếu những cải thiện cần thiết được thực hiện để đạt được mục tiêu nâng hạng lên thị trường mới nổi, dòng vốn ròng đầu tư vào có thể dự đoán ở mức 5 tỉ đô la Mỹ, nhưng theo thời gian cùng những cải thiện thêm nữa, dòng vốn đầu tư ròng vào thị trường cổ phiếu có thể lớn hơn.** Nếu như vấn đề giới hạn tỉ lệ Sở hữu nước ngoài được giải quyết hoàn toàn, để không còn giới hạn nào đối với các nhà đầu tư nước ngoài, và thực hiện thành công việc cổ phần hoá các doanh nghiệp thương mại lớn của nhà nước, thì tỉ trọng của Việt Nam trong chỉ số thị trường mới nổi có thể tăng vượt trên 1%. Việc này có thể giúp đem lại thêm 8 đến 15 tỉ đô la Mỹ. Ngoài ra, Việt Nam cũng có thể được hưởng lợi từ việc đủ điều kiện đối với nhiều bộ chỉ số hơn, bao gồm cả chỉ số bền vững. Lượng tài sản định chuẩn theo các chỉ số cổ phiếu của MSCI ước tính đã tăng trên 7% mỗi năm trong giai đoạn 2014 và 2021.<sup>37</sup> Sự phát triển tiếp tục của thị trường cổ phiếu Việt Nam, nếu có thể tiếp tục hưởng lợi từ các mức tăng trưởng tương tự, thì có thể thu hút thêm 8 đến 12 tỉ đô la Mỹ vào năm 2030. Do vậy xét trên tổng thể, nếu các cơ quan quản lý có thể tận dụng được khả năng nâng hạng lên thị trường mới nổi thì có thể giúp thu hút khoảng 25 tỉ đô la Mỹ đầu tư nước ngoài vào thị trường cổ phiếu Việt Nam.

<sup>37</sup> Nhóm nghiên cứu ước tính dựa trên các thông báo của MSCI về 9,5 và 16,7 nghìn tỉ đô la Mỹ được định chuẩn theo các chỉ số cổ phiếu của MSCI lần lượt vào tháng 5/2014 và 12/2021.

### HỘP 3. **Tiềm năng nâng hạng lên thị trường mới nổi**

**Hiện tại Việt Nam được cả MSCI và FTSE Russell phân hạng là thị trường cận biên và được đưa vào các chỉ số thị trường cận biên của họ.** Việt Nam là thị trường lớn nhất ở các chỉ số này và chiếm khoảng 30% đến 35% tổng vốn hoá của các chỉ số này.

**Việt Nam cũng đã nằm trong danh sách chờ xét nâng hạng lên thị trường mới nổi bởi FTSE Russell (từ 2018) và đang được rà soát thường kỳ để nâng hạng bởi MSCI.** Như được giải thích trong phần nội dung của báo cáo, việc này tùy thuộc vào việc thực hiện các biện pháp cải cách cụ thể. Việc nâng hạng sẽ là động lực quan trọng cho thị trường của Việt Nam được công nhận là có thể đầu tư, xét về việc tiếp cận đầy đủ cho các nhà đầu tư nước ngoài và các cổ phiếu với quy mô đủ lớn cũng như thanh khoản hấp dẫn. Hàng loạt loại hình quỹ được kỳ vọng sẽ tham gia đầu tư, bao gồm các quỹ theo dõi chỉ số như ETF bám theo các chỉ số thị trường mới nổi, *các quỹ được định chuẩn (benchmark)* được đo lường với các chỉ số thị trường mới nổi nhưng cố gắng hoạt động vượt trội hơn những chỉ số đó, *các quỹ có nhiệm vụ “có thể đầu tư”* được yêu cầu đầu tư vào các thị trường phát triển hoặc chứng khoán của các thị trường mới nổi, dù rằng thường cũng có một số sự linh hoạt để đầu tư một phần ngoài nhiệm vụ, và *các quỹ giao dịch* như các quỹ phòng vệ có thể đầu tư tự do.

**Trong trường hợp của Việt Nam, dựa trên những đặc điểm thị trường vào năm 2022, tỉ trọng trong các chỉ số thị trường mới nổi ước ở mức tối thiểu 0,4%.** Đây được coi là mức nền thận trọng. Những bước phát triển trước khi được nâng hạng có thể giúp tỉ lệ này được nâng lên, có khả năng lên đến 1%. Nếu áp dụng tỉ trọng cơ sở này ở hiện tại, Việt Nam có thể trông đợi nguồn vốn ròng đầu tư vào xấp xỉ 5 tỉ đô la Mỹ. Mặc dù hầu hết các nhà đầu tư sẽ tham gia vào thị trường từ trước khi nâng hạng, một phần lớn vẫn sẽ tập trung vào ngày nâng hạng.

## Đầu tư vốn mạo hiểm và cổ phần tư nhân

67. Liên quan đến đầu tư vốn mạo hiểm và cổ phần tư nhân (VCPE), Việt Nam có vị thế như một trung tâm tăng trưởng nhờ môi trường chính trị ổn định, tăng trưởng GDP ổn định, tầng lớp trung lưu gia tăng, cơ cấu nhân khẩu học trẻ, và ngành công nghệ sôi động, vì vậy ngày càng trở thành một thị trường mới nổi hấp dẫn cho đầu tư VCPE. Tuy nhiên, những cải cách quan trọng vẫn có thể cần phải thực hiện. Vốn đầu tư mạo hiểm (VC) đang tăng trưởng nhanh và đã có 85 thương vụ được đăng ký vào năm 2022 với giá trị 855 triệu đô la Mỹ. Số lượng các nhà đầu tư vốn mạo hiểm ở Việt Nam đang gia tăng, với các quỹ trong nước tăng trưởng nhanh và giảm sự độc chiếm của các nhà đầu tư nước ngoài, mặc dù con số chính xác và quy mô các quỹ thành viên cổ phần tư nhân đã đăng ký với UBCKNN không được tiết lộ (và các quỹ ở nước ngoài hoặc các quỹ chỉ có một nhà đầu tư không yêu cầu phải đăng ký).

### HỘP 4. **Ả-rập Xê-út: Từ yêu cầu ký quỹ đến CCP**

**Trước năm 2015, Ả-rập Xê-út là một thị trường yêu cầu ký quỹ trước giao dịch, theo đó lệnh của nhà đầu tư chỉ có thể được thực hiện sau khi hệ thống giao dịch kiểm tra đã có đủ tiền và/hoặc chứng khoán.** Nghiệp vụ này được thực hiện giống như Việt Nam hiện nay. Với việc ngày thanh toán



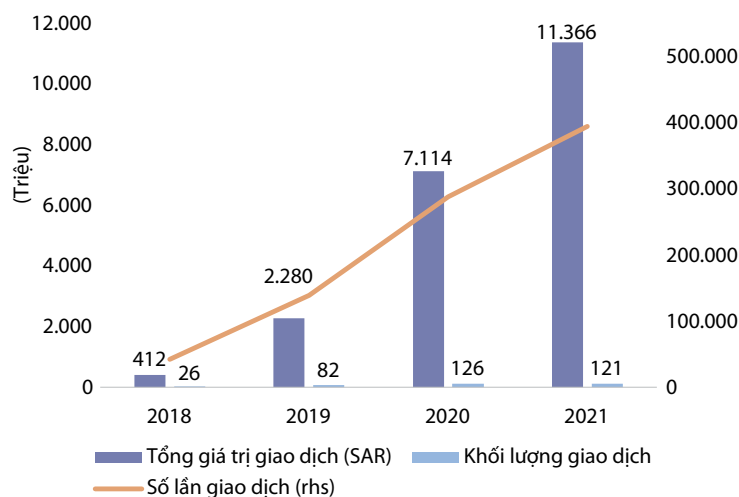
cùng với ngày giao dịch (T+0), khách hàng được yêu cầu có đủ tiền hoặc chứng khoán khi lệnh của họ được đưa vào hệ thống giao dịch. Để thúc đẩy quá trình này, các tài sản thường được nắm giữ ở các tổ chức môi giới trong nước, khiến các nhà đầu tư có thể chịu rủi ro đối tác tiềm ẩn.

**Nhiều thay đổi quan trọng đã được thực hiện để cải thiện hiệu quả và ổn định của việc thanh toán.** Giữa các biện pháp cải cách đó là việc thiết lập trung tâm lưu ký chứng khoán tập trung (Edaa), và áp dụng chu kỳ thanh toán T+2, theo đó chuyển tiền và chứng khoán được thực hiện trong 2 ngày làm việc sau ngày giao dịch. Điều kiện yêu cầu ký quỹ được thực hiện dựa trên thoả thuận hợp đồng giữa các công ty chứng khoán và các nhà đầu tư, thay vì chỉ là yêu cầu đơn thuần. Những thay đổi này đã thúc đẩy việc Ả-rập Xê-út được chọn đưa vào các chỉ số thị trường mới nổi MSCI và FTSE Russell.

**Hạ tầng thị trường cũng được củng cố thêm bằng việc thiết lập CCP (Musqassa) vào năm 2020, cho cổ phiếu, chứng khoán thu nhập cố định, phái sinh, và sau đó là ETFs.** Musqassa đứng ra nhận rủi ro tín dụng đối tác giữa các bên của giao dịch, và cung cấp các dịch vụ thanh toán, bù trừ và sau giao dịch cho các giao dịch được thực hiện trên Sở GDCK Xê-út.

**Năm 2021, giá trị giao dịch trên thị trường lớn hơn 20 lần so với năm 2018, khi việc nâng hạng lên Thị trường mới nổi được công bố (Biểu 20).**

**BIỂU 20. Số liệu thị trường Ả-rập Xê-út 2018-2021**



Nguồn: Saudi Exchange – Tadawul.

**68. Dù có sự tăng trưởng gần đây, tiềm năng cho VCPE vẫn còn chưa được thực hiện đúng mức ở Việt Nam.** Các doanh nghiệp khởi nghiệp đổi mới sáng tạo gặp khó khăn trong tiếp cận vốn ở giai đoạn đầu và giai đoạn tăng trưởng từ các nguồn cấp vốn truyền thống như ngân hàng (vì thiếu tài sản đảm bảo hoặc lịch sử báo cáo tài chính và do vậy có rủi ro cao hơn). Thị trường cổ phiếu chính thức không phải là phương án lựa chọn cho những công ty này để thực hiện huy động vốn. Năm 2021, tính hấp dẫn của VCPE của Việt Nam chỉ xếp hạng

46 trên 125 nước<sup>38</sup> (so với Singapore hạng 6, Malaysia hạng 23, Thái Lan hạng 29, và Indonesia hạng 43). Các nhà đầu tư tổ chức truyền thống như các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm, cũng như các cơ quan chính phủ, không phải là những nhà đầu tư tích cực vào VCPE.<sup>39</sup> Mặc dù chính phủ hỗ trợ hệ sinh thái VCPE thông qua hoạch định chính sách, quỹ ương mầm/thúc đẩy, quản trị và tài chính, nhưng những lo ngại vẫn còn hiển hiện liên quan đến việc thiếu điều phối chính sách trong thiết kế và vận hành để hỗ trợ cho các doanh nghiệp khởi nghiệp, thiếu các ưu đãi thuế cho khởi nghiệp và các nhà đầu tư thiên thần, và thiếu khuôn khổ cho huy động vốn cộng đồng. Dù vậy, số lượng các trung tâm thúc đẩy và ương mầm đang tăng trưởng và bao gồm các chương trình được tài trợ bởi cả khu vực công và tư.

**69. Thị trường còn gặp trở ngại cả về cung và cầu.** Về phía cung, nguồn cung khởi nghiệp còn yếu do mức độ sẵn sàng đầu tư của các doanh nghiệp khởi nghiệp có năng lực phát triển và nắm bắt thị trường còn hạn chế. Nhiều ưu đãi khuyến khích khởi nghiệp phần lớn vẫn còn “trên giấy” vì thủ tục hành chính rườm rà khiến việc tiếp cận trở nên khó khăn. Cũng có nhiều vấn đề từ phía cầu, cần xem xét đến sự phát triển của các sản phẩm tài chính không dựa vào tài sản thế chấp và các tài sản vô hình có thể được tài trợ vốn. Điều này có thể dẫn đến việc nâng cao nhận thức về tiềm năng cho VC và gạt bỏ đi rủi ro thông qua chính sách và môi trường quản lý hiệu quả hơn, nhưng các quy định không bắt kịp với sự thay đổi nhanh này. Những thách thức liên quan đến việc thoát ra khỏi thị trường của công ty bao gồm thị trường IPO chưa phát triển và thuế lợi tức vốn không cạnh tranh.

## Các công cụ khác

**70. Ngoài các mảng thị trường đã phát triển tương đối tốt như trình bày trên đây, một số khác vẫn còn ở giai đoạn sơ khai hoặc đang trong xem xét kỹ càng.** Các công cụ khác bao gồm các công cụ trên thị trường phái sinh (xem Hộp 5) và các công cụ nợ cấu trúc.

### HỘP 5. Giới thiệu về phái sinh

**Sản phẩm phái sinh như hoán đổi, quyền chọn và hợp đồng tương lai không phải là công cụ đại diện cho sở hữu với tài sản cơ sở (như cổ phần hoặc trái phiếu).** Thay vào đó, chúng là các hợp đồng pháp lý có giá trị liên hệ đến tài sản tham chiếu hoặc một con số tham chiếu. Phái sinh có thể dựa trên gần như bất cứ thứ gì - bao gồm các sự thể tương đối đơn giản như giá cổ phiếu và lãi suất, đến phức tạp hơn như chênh lệch giữa các mức lãi suất cố định và thả nổi. Phái sinh có thể bao hàm cam kết pháp lý phải chuyển giao tài sản nhất định hoặc thực hiện thanh toán dựa trên giá thị trường (hoặc các con số tham chiếu khác) vào một ngày trong tương lai. Việc đầu tư không yêu cầu thanh toán tổng giá trị các tài sản tham chiếu, mà chỉ một phần nhỏ ban đầu, mặc dù sau đó trong vòng đời

38 Alexander, G., Heinrich, L., Karsten, L., & Markus, B. 2021. “Chỉ số Thu hút Quốc gia về Vốn mạo hiểm và Cổ phần tư nhân 2021” (Ấn bản 10). IESE Business School, University of Navarra.

39 Để so sánh với Singapore và Malaysia khi họ đã đưa ra hàng loạt các sáng kiến của chính phủ nhằm hỗ trợ cho đầu tư trực tiếp vào VC.

sản phẩm phái sinh thì một bên giao dịch phải thanh toán cho bên kia phần thay đổi về giá trị của tài sản tham chiếu (có thể là một khoản lớn).

**Như vậy, phái sinh là những công cụ cực kỳ hiệu quả về chi phí cho việc kiểm soát rủi ro đi kèm với danh mục đầu tư.** Phái sinh thường được thiết kế để những thay đổi về giá trị sẽ phản ánh theo giá trị của tài sản tham chiếu. Như vậy, chúng có thể được sử dụng để giảm thiểu hoặc loại bỏ đi rủi ro của nhà đầu tư với những thay đổi đó. Ví dụ hợp đồng tương lai cổ phiếu đơn lẻ có giá trị di chuyển cùng với cổ phiếu tham chiếu. Nghĩa là nếu nhà đầu tư quan tâm về việc cổ phiếu có thể tụt giảm giá trị thì có thể thực hiện hợp đồng tương lai cổ phiếu đơn lẻ với thay đổi ngược lại. Việc này giúp loại bỏ đi những thay đổi đó trong danh mục đầu tư. Tương tự như vậy, một nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu lãi suất cố định lo lắng rằng lãi suất sẽ tăng, thì anh ta có thể mua phái sinh hoán đổi chi trả lãi suất cố định để chi trả cho lãi suất thả nổi, mà không phải bán ra trái phiếu lãi suất cố định và mua vào trái phiếu lãi thả nổi.

**Phái sinh giúp việc thực hiện phòng vệ rủi ro dễ dàng hơn, nhưng cũng có thể được sử dụng để đầu cơ.** Do có rủi ro lớn nên phái sinh phù hợp nhất với các tổ chức tài chính và các nhà đầu tư tổ chức. Đối với các tổ chức, thêm phái sinh vào danh mục có thể phòng vệ những rủi ro công cụ tài chính của họ. Nhưng nếu không có rủi ro đối trừ trong danh mục, chúng trở thành có rủi ro trực tiếp ngay trong các sản phẩm phái sinh. Không phải nhà đầu tư nào cũng có thể chịu đựng được rủi ro đó. Nếu được sử dụng cẩn thận, phái sinh giúp các tổ chức tài chính không chỉ phòng vệ rủi ro, mà còn cung cấp những sản phẩm hữu ích cho các khách hàng cần kết hợp tài sản cơ sở và phái sinh. Ví dụ một tổ chức tín dụng có thể cung cấp khoản vay lãi suất cố định cho khách hàng thậm chí khi chỉ có nguồn vốn lãi suất thả nổi vì có thể tham gia vào hoán đổi lãi suất.

## Chứng khoán phái sinh

**71. Các thị trường phái sinh chính ở Việt Nam cho phép các nhà đầu tư có thể giao dịch tiền tệ, lãi suất, chỉ số chứng khoán chính, và một số loại hàng hoá.** Phái sinh tiền tệ và lãi suất đặc biệt quan trọng cho hệ thống tài chính khi chúng giúp quản lý thanh khoản của các ngân hàng và các tổ chức lớn khác (như đã thảo luận trong phần trước về thị trường tiền tệ). Nó cũng giúp hỗ trợ cho sự tham gia của các nhà đầu tư quốc tế trên thị trường trong nước bằng việc bằng việc giúp có thể thực hiện được quản lý những rủi ro không mong muốn, hoặc chuyển rủi ro.

**72. Phái sinh chứng khoán ở Việt Nam bao gồm: (i) hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ, (ii) hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu, và (iii) chứng quyền có bảo đảm quyền mua cổ phần.** Hợp đồng tương lai tương lai trái phiếu chính phủ kỳ hạn 05 năm được đưa ra năm 2019, sau đó đến kỳ hạn 10 năm vào năm 2021, nhưng vẫn chưa có nhiều sự tăng trưởng. Khối lượng hợp đồng danh nghĩa là 294 tỉ đồng (12 triệu đô la Mỹ) vào năm 2019 và tụt giảm xuống gần như bằng 0 vào năm 2020. Việc thiếu hoạt động này bắt nguồn chủ yếu từ việc thiếu sự đa dạng nhà đầu tư khi BHHH và các ngân hàng thương mại nắm giữ khoảng 90% toàn bộ trái phiếu chính phủ. Mặc dù các ngân hàng cần phòng vệ một số rủi ro về biến động lãi suất, nhưng các quy định thận trọng xoay quanh phái sinh có thể còn làm cho tình hình khó khăn hơn, và trong mọi trường hợp thì các ngân hàng đều muốn giao dịch theo cùng cách thức với nhau, điều này gây khó khăn cho việc tìm kiếm các đối tác. Tuy nhiên, vào năm 2022, khối lượng giao dịch hàng năm đã tăng vọt lên 129,615 tỷ đồng, nhưng vẫn cần phải xem xét xu hướng này có kéo dài hay không.

**73. Ngược lại, hợp đồng tương lai chỉ số cổ phiếu và chứng quyền có bảo đảm đã đem đến phản hồi tốt hơn từ thị trường.** Từ khi được đưa vào giao dịch hợp đồng tương lai chỉ số VN30, hoạt động thị trường đã tăng trưởng ổn định, đạt giá trị là 8.124 nghìn tỉ (337 tỷ đô la Mỹ) vào năm 2022. Theo báo cáo, những hợp đồng tương lai này được sử dụng để tạo ra các danh mục tổng hợp mô phỏng theo chỉ số, vì việc tiếp cận đến các cổ phiếu thành phần khó thực hiện được do tỉ lệ tự do chuyển nhượng của các cổ phần sẵn có cho giao dịch thấp. Chứng quyền có bảo đảm - đưa ra quyền chọn được mua hoặc bán cổ phiếu cơ sở ở mức giá nhất định - đã được phát hành và giao dịch sôi động. Năm 2022, tổng giá trị giao dịch đạt 5.243 tỉ đồng (217 triệu đô la Mỹ) ở 22 cổ phiếu khác nhau.

**74. Phái sinh lãi suất, bao gồm hoán đổi, đang có sự tăng trưởng, điều này giúp lĩnh vực tài chính dịch chuyển khỏi việc chỉ cung cấp các khoản vay lãi suất biến đổi và tiền gửi kỳ hạn tương đối ngắn.** NHNN báo cáo rằng, theo thông tin từ các ngân hàng thương mại, tổng giá trị danh nghĩa của các hợp đồng hoán đổi lãi suất tính đến tháng 3/2023 đạt 282 nghìn tỉ đồng (12 tỉ đô la Mỹ), chiếm 99% trong tổng phái sinh lãi suất.<sup>40</sup> Một thị trường hoán đổi lãi suất hiệu quả sẽ đem lại lợi ích cho cả (i) lĩnh vực ngân hàng (và cơ quan quản lý) bằng việc cung cấp cho họ một công cụ để quản lý rủi ro gây ra bởi những sự thiếu ăn khớp giữa các luồng lãi suất và (ii) thị trường chứng khoán bằng việc giúp việc mua chứng khoán có trả lãi dễ dàng hơn và phòng vệ được rủi ro.

## Các chứng khoán nợ được cấu trúc

**75. Chứng khoán nợ được cấu trúc giống như các trái phiếu được khoanh riêng khỏi rủi ro mất khả năng thanh toán của bên bảo trợ hoặc khởi tạo có thể có tiềm năng lớn ở Việt Nam.** Không giống như các trái phiếu doanh nghiệp đơn thuần, chúng gắn liền với rủi ro của doanh nghiệp phát hành trái phiếu, các chứng khoán nợ được cấu trúc dựa vào sức mạnh của các tài sản cụ thể và/hoặc doanh thu được giao hợp pháp cho các tài sản đó. Điều này giúp bảo vệ nó khỏi những rủi ro ngoài việc hoạt động của tài sản, như những rủi ro xoay quanh quản lý hoạt động hoặc quản trị của bên bảo trợ hoặc khởi tạo, hoặc rủi ro mất khả năng thanh toán đối với các thanh toán khác. Ba loại sản phẩm chứng khoán nợ được cấu trúc có tiềm năng phù hợp với Việt Nam đó là: chứng khoán hoá, trái phiếu được đảm bảo, và trái phiếu dự án hạ tầng.

## Chứng khoán hoá

**76. Chứng khoán hoá là quá trình huy động vốn dựa vào độ tin cậy của những tài sản nhất định được chuyển giao sang cho tổ chức mục đích đặc biệt (SPE).** Tài sản thường là các loại tài sản tài chính như các khoản phải thu hoặc các khoản cho vay, nhưng cũng có thể là các tài sản vật lý như bất động sản. SPE phát hành chứng khoán nợ, lãi suất và thanh toán gốc sẽ đến từ hiệu quả hoạt động của tài sản, như từ thanh toán cho khoản nợ hoặc doanh thu từ các tài sản.

<sup>40</sup> Hoán đổi lãi suất điển hình đó là giao dịch ở đó, trên một khoảng thời gian đã thống nhất, một tổ chức sẽ chi trả cho đối tác khoản lãi suất biến đổi xét theo giá trị danh nghĩa và đối tác sẽ trả (theo chiều ngược lại) khoản lãi suất cố định trên cùng giá trị danh nghĩa. Để có thể thực hiện được hiệu quả, cần có một lãi suất tham chiếu lãi suất đáng tin cậy, độc lập, biến đổi.



**77. Chứng khoán hoá đem lại lợi ích cho cả các nhà đầu tư và tổ chức phát hành.** Từ quan điểm của nhà đầu tư, chứng khoán hoá đem đến đa dạng hoá đầu tư, thường có chất lượng tín dụng cao hơn so với của tổ chức phát hành khởi tạo. Nhiều tổ chức phát hành là các tổ chức tài chính, họ sử dụng chứng khoán hoá vì một số lý do: (i) có thể chuyển luồng thu nhập của các tài sản kém thanh khoản (như các khoản vay trên bảng cân đối kế toán) thành các công cụ có thể giao dịch được và nhận được các nguồn vốn mới để mua các tài sản, (ii) có khả năng làm giảm đi chi phí vốn do những rủi ro của bên phát hành đã được tách riêng, (iii) nâng cao hiệu quả tài chính khi việc chuyển tài sản giúp cân đối lại bảng cân đối kế toán của bên khởi tạo (bên bán tài sản), và (iv) cải thiện quản trị rủi ro do bên phát hành có thể chuyển rủi ro tín dụng sang các bên ở bên ngoài và kết hợp tốt hơn giữa tài sản và thời gian đến hạn của nghĩa vụ. Tựu chung lại, chứng khoán hoá giúp mở rộng thị trường và huy động vốn mà nếu không nó bị kẹt lại bên trong các doanh nghiệp.

**78. Để có thể thực hiện được chứng khoán hoá ở Việt Nam, cần đáp ứng một số điều kiện tiên quyết quan trọng: Trong đó bao gồm: (I) khuôn khổ phát luật tạo thuận lợi cho việc thành lập SPE, chuyển tài sản một cách có hiệu quả sang SPE và tách bạch SPE khỏi nghĩa vụ phá sản của bên chuyển tài sản/bên khởi tạo, (ii) trung hoà về thuế để không có thêm các loại thuế phát sinh trong giao dịch và (iii) công nhận xếp hạng tín nhiệm.** Những quy định khuyến khích cụ thể cũng cần có. Cũng có những sự quan tâm về chứng khoán hoá để giải quyết vấn đề nợ xấu ở Việt Nam cho các ngân hàng, nhưng tính rủi ro của các tài sản cũng với việc thiếu một cơ sở nhà đầu tư đủ đa dạng có thể khiến việc này khó thực hiện.

#### Trái phiếu có đảm bảo (covered bond)

**79. Trái phiếu có đảm bảo là các công cụ nợ có đầy đủ quyền tiếp cận đến tập hợp tài sản đảm bảo (“tập hợp bảo đảm”) nếu bên phát hành không chi trả được.** Tập hợp bảo đảm thường là một danh mục các tài sản tài chính, như các khoản vay thế chấp. Trái phiếu có đảm bảo giống với chứng khoán hoá ngoại trừ việc tài sản của trái phiếu có đảm bảo vẫn nằm ở trên bảng cân đối kế toán của bên khởi tạo, việc này có thể khiến nó đơn giản hơn để triển khai so với chứng khoán hoá. Trái phiếu có đảm bảo cung cấp những lợi ích tương tự như chứng khoán hoá, bao gồm chất lượng tín dụng cao hơn so với trái phiếu doanh nghiệp thông thường, chi phí huy động vốn thấp hơn và quản trị rủi ro tốt hơn cho tổ chức phát hành thông qua việc khớp nối giữa thời gian đến hạn của các tài sản và các nghĩa vụ. Chúng cũng tương tự như trái phiếu bảo đảm, thường là được bảo đảm bởi các tài sản bất động. Khi bên phát hành không thể thanh toán, trái phiếu có đảm bảo (covered bond) vẫn tiếp tục duy trì - vẫn được phục vụ bởi luồng tiền từ tập hợp bảo đảm. Ngược lại, với trái phiếu bảo đảm (secured bond), trái phiếu sẽ mất khả năng thanh toán.

**80. Có một số những thay đổi cần thiết để trái phiếu có đảm bảo (covered bond) có thể được phát hành ở Việt Nam.** Khuôn khổ pháp lý cần phải làm rõ vấn đề liên quan đến đòi hỏi quyền lợi đối với các khoản vay ở tập hợp bảo đảm, xét đến ưu tiên trên tài sản của các ngân hàng thường được dành cho người gửi tiền. Cũng cần có khuôn khổ cho sự tham gia của các ngân hàng vào giao dịch trái phiếu có đảm bảo (covered bond), khi họ có thể là những chủ thể

phát hành chính. Trên thế giới, những tài sản phổ thông nhất cho tập hợp bảo đảm đó là thế chấp nhà đất, thị trường thế chấp ở Việt Nam cần được chuẩn hoá hơn. Hiện cũng không có nhiều nhu cầu cho trái phiếu có đảm bảo do các nhà đầu tư thường vẫn muốn mua trái phiếu thông thường của các ngân hàng (không có bất cứ hỗ trợ tín dụng nào).

## Trái phiếu dự án hạ tầng

**81. Trái phiếu dự án hạ tầng là loại trái phiếu được phát hành để huy động vốn cho một dự án hạ tầng cụ thể, việc thanh toán tiền gốc và lãi sẽ lấy nguồn từ luồng tiền của dự án.** Trái phiếu dự án tương tự như trái phiếu doanh nghiệp, ngoại trừ việc tổ chức phát hành là một SPE riêng cho dự án và tách biệt với chủ dự án. SPE được tách bạch với các hoạt động kinh doanh khác hoặc tình hình tài chính của chủ dự án và chủ dự án cũng được bảo vệ khỏi bất kỳ suy giảm nào về luồng tiền dự án. “Cơ cấu không truy đòi” này làm giảm sự phụ thuộc lẫn nhau về tài chính giữa các dự án lớn và chủ dự án, và đổi lại giúp các dự án lớn hơn được cấp vốn.

**82. Trái phiếu dự án là một trong những phương tiện được sử dụng phổ biến nhất cho các nhà đầu tư là tổ chức để đầu tư trực tiếp vào các tài sản hạ tầng.** Chúng thường có kỳ hạn dài để khớp với thời hạn các dự án hợp tác đối tác công-tư. Các trái phiếu này thường bao gồm các thoả thuận mua lại một phần<sup>41</sup> và xếp hạng tín dụng quốc tế, để giúp các nhà đầu tư đánh giá rủi ro của công cụ. Nếu được cơ cấu phù hợp cùng với cung đủ tin cậy và các hợp đồng mua lại một phần (offtake contract), trái phiếu dự án có thể cung cấp sự đảm bảo và được xếp hạng cao hơn so với trái phiếu doanh nghiệp được phát hành bởi bên bảo lãnh.

**83. Trái phiếu dự án mới xuất hiện gần đây ở Việt Nam và tất cả trái phiếu đã phát hành cho đến nay đều là phát hành ở nước ngoài.** Cho đến nay, trái phiếu dự án hiếm khi được sử dụng ở Việt Nam cho hạ tầng. Trái phiếu dự án đầu tiên được phát hành vào năm 2019: trái phiếu kỳ hạn 10 năm có trị giá 679 triệu đô la Mỹ cho dự án điện Mông Dương, dự án điện tư nhân lớn nhất của Việt Nam thời điểm đó.

**84. Mặc dù khái niệm pháp lý về trái phiếu dự án trong nước đã được đưa ra ở Việt nam, khả năng nhận vốn ngân hàng và hỗ trợ tín dụng chính là chìa khoá để giúp trái phiếu dự án hoạt động được.** Những rủi ro về phía tài sản (rủi ro doanh thu) được xác định là những điểm nghẽn chính cho tài chính dự án ở Việt Nam. Khuôn khổ triển khai PPP cũng sẽ cần được cải thiện, nếu không nguồn cung các dự án có khả năng nhận vốn ngân hàng sẽ bị hạn chế. Sử dụng trái phiếu dự án để tái cấp vốn cho các dự án đang vận hành có thể tạo ra nhiều cơ hội hơn, khi xét đến những rủi ro được cho là cao hơn liên quan đến các dự án xanh. Sự có mặt của định mức tín nhiệm sẽ thúc đẩy trái phiếu dự án và khuyến khích việc tạo ra các đặc điểm hỗ trợ tín dụng có thể gắn kèm với trái phiếu dự án.

---

41 Hợp đồng mua lại một phần là một thoả thuận trước trong đó khối lượng nhất định của sản phẩm của dự án sẽ được mua ở các mức giá cụ thể vào ngày cụ thể. Điều này giúp đảm bảo doanh thu cho dự án. Nó giảm đi rủi ro phải tìm thị trường cho các sản phẩm và cho phép dự án được tập trung vào thực hiện. Hợp đồng này thường thấy trong các dự án về năng lượng. Những hợp đồng này sẽ ràng buộc cả đôi bên - để làm sao dự án có thể phải chịu hình phạt nếu nó không sẵn sàng cung cấp đúng thời gian. Những thoả thuận này không xoá bỏ đi hết mọi rủi ro, khi có rủi ro tín dụng của bên đồng ý mua các sản phẩm..



|#2:

## NHÀ ĐẦU TƯ

**85. Trên thị trường vốn, nhà đầu tư là nguồn cấp vốn duy nhất - họ là mạch máu đưa ô-xy đến cho thị trường vốn.** Các sản phẩm có thể được thiết kế tốt, nhưng nếu không có đủ nhà đầu tư để mua những sản phẩm đó thì dù chúng có tốt đến thế nào, thị trường vốn sẽ không thể phát triển. Nhà đầu tư mua các công cụ được cung cấp trên thị trường vốn và thường được coi là “phía cầu” của thị trường. Khi xét đến tầm quan trọng của nhà đầu tư và thực tế là nhiều trong số họ không phải là chuyên gia tài chính, thì việc bảo vệ nhà đầu tư phải là ưu tiên hàng đầu của chính sách và các quy định trên thị trường vốn.

**86. Một cơ sở nhà đầu tư đa dạng hơn sẽ giúp thị trường vốn lành mạnh hơn.** Thị trường vốn có thể sôi động hơn không những khi có *nhiều hơn* nhà đầu tư, mà quan trọng hơn là có *nhiều loại hình nhà đầu tư hơn*. Các nhà đầu tư khác nhau đầu tư vì các lý do khác nhau và phản ứng

cũng khác nhau đối với các sự kiện kinh tế hoặc thị trường. Ngược lại, cơ sở nhà đầu tư nhỏ hẹp có nghĩa là chỉ có một số ít loại hình nhà đầu tư, như vậy khi xảy ra những sự kiện nhất định, những nhà đầu tư sẽ có xu hướng phản ứng theo cùng một cách. Cung và cầu dễ dàng bị mất cân bằng, tạo ra những tác động lớn về giá và do vậy cũng biến động cao hơn. Thị trường biến động nghĩa là thị trường rủi ro; các nhà đầu tư bị tổn hại và uy tín của thị trường bị ảnh hưởng. Điều này càng đúng với các thị trường chi phối chủ yếu bởi các nhà đầu tư cá nhân.

**87. Do đó, điều quan trọng trong phát triển thị trường vốn đó là phải xem xét thật nghiêm túc nhu cầu của các nhà đầu tư.** Các nhà đầu tư khác nhau cần các loại sản phẩm khác nhau. Ví dụ hộ gia đình có một ít tiền tiết kiệm để mang đi đầu tư trong vài năm trước khi phải sử dụng vào một chi tiêu lớn của gia đình (học hành, mua nhà, v.v) thì sẽ cần một sản phẩm khác với quỹ hưu trí, vì quỹ hưu trí có thể đầu tư cho đến khi nhận chi trả lương hưu lớn (trên 20 năm). Cũng cần có các mức độ bảo vệ khác nhau: ví dụ các nhà đầu tư nhỏ lẻ (cá nhân, nhà đầu tư không chuyên tham gia đầu tư với một khoản nhỏ) đòi hỏi mức độ bảo vệ cao hơn so với nhà đầu tư chuyên nghiệp, do nhà đầu tư chuyên nghiệp có năng lực hơn trong đánh giá các rủi ro và lợi nhuận của các lựa chọn đầu tư khác nhau. Nếu các nhà đầu tư không có được kiến thức hay không được đào tạo, họ có thể đưa ra những quyết định đầu tư không phù hợp với điều kiện của họ hoặc khả năng chịu đựng rủi ro của họ. Tệ hơn, họ có thể trở thành con mồi cho những đối tượng ở trên thị trường lợi dụng khả năng dễ tổn thương của họ.

**88. Chương này sẽ phân tích về cơ sở nhà đầu tư trên thị trường vốn Việt Nam Phân tích sẽ tập trung vào 3 loại hình gồm: nhà đầu tư tổ chức (quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư), nhà đầu tư cá nhân, và nhà đầu tư nước ngoài.**

---

## Quỹ hưu trí của nhà nước: Quỹ Bảo hiểm Xã hội Việt Nam

**89. BHXH Việt Nam<sup>42</sup> là một trong những nhà đầu tư tổ chức lớn nhất ở Việt Nam, hiện đang quản lý danh mục có quy mô khoảng 820 nghìn tỉ đồng (34 tỉ đô la Mỹ, trên 10% GDP)<sup>43</sup> và được kỳ vọng tiếp tục tăng thêm.** Tài sản đang quản lý của BHXH đã lớn hơn nhiều so với toàn bộ ngành bảo hiểm và ngành quỹ tương hỗ cộng lại (lần lượt chiếm 6,9% và 1% của GDP). Chức năng chính và mục đích được nêu ra trong Luật Bảo hiểm xã hội 2014. Mô hình hoá gần đây cho thấy rằng nguồn dự phòng của BHXH Việt Nam sẽ tăng trưởng thêm trong vòng thập kỷ tới để đạt lên mức xấp xỉ 15% của GDP. Do vậy, BHXH sẽ tiếp tục là một nhà đầu tư quan trọng trên thị trường vốn Việt Nam.

**90. Các quỹ hưu trí của BHXH của Việt Nam hiện bao phủ 32% dân số đang làm việc của Việt Nam, với mục tiêu của chính phủ tăng lên 60% vào năm 2030.<sup>44</sup>** Tính đến năm 2022, khoảng 17,5 triệu người lao động đã được nằm trong chương trình bảo hiểm bắt buộc của BHXH. Việt Nam có dân số trẻ, những cũng đang già hoá nhanh.<sup>45</sup> Số lượng người già

---

42 BHXH Việt Nam giám sát việc đầu tư các quỹ bảo hiểm xã hội, thất nghiệp, y tế và hưu trí tự nguyện bổ sung.

43 Ước vào cuối năm 2019 ở mức 10,6% GDP. Số ước 10% được đưa ra dựa trên mô hình hoá không được công bố mới đây của NHTG và nhất quán với báo cáo Điều khoản IV năm 2020 của IMF.

44 Theo số liệu của VSS.

45 World Bank Group. "Vietnam: Adapting to an Aging Society." Washington D.C; World Bank, p.1.

(trên 65 tuổi) dự kiến tiếp tục tăng lên 20 triệu vào năm 2049<sup>46</sup> (chiếm 18% dân số). Tốc độ chuyển đổi nhanh này khiến Việt Nam trở thành một trong những nước già hoá nhanh nhất trên thế giới. Để đối phó với điều này, chương trình hưu trí phải được duy trì năng lực về tài chính trong dài hạn để những người đóng góp hôm nay có thể tự tin rằng họ sẽ nhận được các khoản lương hưu thích đáng trong tương lai.

## Các thị trường BHXH Việt Nam đầu tư

**91. Do các tài sản đầu tư của BHXH Việt Nam tập trung rất cao vào trái phiếu chính phủ, nên quỹ này chưa đóng góp hiệu quả cho sự phát triển của thị trường vốn.** Những công cụ nợ của chính phủ chiếm đến 86% tài sản đầu tư của BHXH Việt Nam, phần còn lại được gửi ngân hàng. Năm 2019, BHXH Việt Nam nắm giữ xấp xỉ 46% tổng trái phiếu chính phủ trong nước<sup>47</sup>, khiến tổ chức này thành một nhà đầu tư có ảnh hưởng lớn, nhưng việc này gia tăng lo ngại về khả năng tạo sai lệch về giá.

**92. BHXH Việt Nam với tư cách là nhà đầu tư tổ chức tài chính phi ngân hàng lớn nhất không có bất cứ khoản đầu tư nào vào hạ tầng, mặc dù việc này hiện được nhìn nhận sẽ thực hiện như một phần trong các cải cách khuôn khổ pháp luật đang được xem xét.** Ở quốc tế, các nhà đầu tư dài hạn như các quỹ hưu trí và các quỹ bảo hiểm xã hội thường hướng đến cổ phiếu hạ tầng, trong khi các công ty bảo hiểm có xu hướng ưa thích các công cụ nợ phát triển hạ tầng.<sup>48</sup> Cả hai loại công cụ này, BHXH đều không tham gia, mặc dù mãi đến năm 2018 đã có thực hiện đầu tư dài hạn vào dự án thủy điện.<sup>49</sup> Xét đến nhu cầu đầu tư phát triển hạ tầng nhiều hơn ở Việt Nam, đây có thể là nhóm tài sản hướng đến để mở rộng phạm vi nhiệm vụ mặc dù phức tạp. Điều quan trọng là BHXH phải xây dựng năng lực để giải quyết những loại hình đầu tư mới này một cách thành công.

## Các quyết định đầu tư ở BHXH

**93. Luật BHXH 2014 đã quy định việc quản trị của BHXH Việt Nam và cách thức các quyết định được đưa ra liên quan đến các khoản đầu tư.** Hội đồng quản lý chịu trách nhiệm chỉ đạo và giám sát các cơ quan bảo hiểm xã hội và phê duyệt các mục tiêu kế hoạch hàng năm, 5 năm và dài hạn. Cơ cấu của Hội đồng được quy định chặt chẽ trong Luật, bao gồm đại diện từ nhiều các tổ chức có liên quan và việc bổ nhiệm các thành viên Hội đồng quản lý bảo hiểm xã hội do Thủ tướng quyết định. Dù điều này đảm bảo có sự đại diện đầy đủ ở cấp Hội đồng, nhưng nó lại không khuyến khích việc ra quyết định chuyên môn và không theo các thông lệ quốc tế thường có xu hướng giảm đi kiểm soát chính trị đối với việc bổ nhiệm.<sup>50</sup>

46 Tăng từ 6,3 triệu trong năm 2014.

47 Cao, L and Garcia-Feijoo, 2021 Các thị trường vốn mới nổi ở châu Á – Thái Bình Dương: Thách thức và Cơ hội, CFA Institute Research Foundation.

48 Shindo, Tetsutaro; Stewart, Fiona. 2021. Phát triển các thị trường bảo hiểm: Các công ty bảo hiểm và đầu tư hạ tầng. World Bank. Xem thêm Báo cáo của OECD về Tài chính, Bảo hiểm và Hưu trí tự nguyện Số 36 – Nhà đầu tư tổ chức và cung cấp vốn phát triển hạ tầng, tác giả: Raffaele Della Croce, Juan Yermo.

49 Chiếm xấp xỉ 2% danh mục.

50 Một điểm hạn chế khác liên quan đến rủi ro về kiểm soát chính trị quá mức của Hội đồng trong văn bản luật hiện hành cũng được nêu ra chung chung tại Điều 95 (7) chỉ đạo BHXH Việt Nam thực hiện các nhiệm vụ, quyền hạn khác do Thủ tướng Chính phủ giao. Quy định này cần được loại bỏ ra trong lần sửa đổi luật tiếp theo.



**94. Mặc dù một trong những chức năng trung tâm của BHXH Việt Nam là đầu tư tài sản của mình, nhưng việc này bị kìm hãm bởi mục tiêu chiến lược thận trọng và những giới hạn về nhóm tài sản rất chặt chẽ được đưa vào trong Luật.** Luật yêu cầu chính sách đầu tư phải đảm bảo an toàn, hiệu quả và thu hồi được vốn đầu tư (Điều 91). Đảm bảo thu hồi vốn đầu tư không phải là một nguyên tắc hướng dẫn phù hợp đối với tổ chức có các nghĩa vụ chi trả dài hạn, nhiều thập kỷ, tổ chức này cũng cần tìm kiếm các khoản thu lợi dài hạn và bền vững.

## Những phát triển của BHXH đang thực hiện

**95. Sửa đổi Luật BHXH 2014 đang được thực hiện<sup>51</sup>, bao gồm những thay đổi đối với những định hướng đầu tư nhằm tăng hiệu quả và lợi nhuận.** Những thay đổi có thể bao gồm việc mở rộng dần dần sang trái phiếu doanh nghiệp trong nước và cổ phiếu. Đầu tư vào trái phiếu quốc tế cũng có thể được cân nhắc. Việc đa dạng này đóng vai trò quan trọng giúp BHXH Việt Nam có thể khớp nối được những tài sản với các mục tiêu của mình, và để tạo ra lợi nhuận hiệu quả để duy trì bền vững mà không cần phải có sự hỗ trợ của chính phủ.

**96. Cần có quyết định chính xác về cách thức BHXH Việt Nam được đầu tư vào các nhóm tài sản mới.** Có hai phương án đang được xem xét: (i) chỉ thực hiện đầu tư thông qua đơn vị quản lý đầu tư bên ngoài và họ có thể phải yêu cầu đảm bảo lợi nhuận tối thiểu, hoặc (ii) đầu tư trực tiếp từ BHXH Việt Nam, ngay cả khi đã nâng cao năng lực nội bộ và khả năng là chỉ thực hiện một phần đầu tư (với một số tài sản được đầu tư bởi đơn vị quản lý đầu tư bên ngoài). Quyết định này yêu cầu việc cân bằng giữa những rủi ro gắn với việc tự thực hiện đầu tư trực tiếp và các chi phí thuê tổ chức quản lý chuyên nghiệp thực hiện đầu tư bên ngoài, không những bao gồm chi phí cao mà còn có tác động đến tổ chức quản lý tài sản do họ có thể thực hiện một cách thận trọng hơn. Kết quả tốt nhất có thể là sự kết hợp của cả hai cách tiếp cận trên.

**97. Trong bất cứ trường hợp nào, BHXH Việt Nam sẽ cần phải được kiện toàn để có năng lực thực hiện đa dạng hoá đầu tư các nhóm tài sản khác nhau.** Cách tiếp cận mà bắt đầu với việc sử dụng các tổ chức quản lý đầu tư bên ngoài, nhưng với ý định là để cho tổ chức tiếp cận học hỏi từ tổ chức đầu tư bên ngoài, sẽ giống như cách tiếp cận được thực hiện trước đây bởi Quỹ Bảo hiểm Người lao động của Malaysia. Như vậy sẽ cần tuyển dụng người có chuyên môn về quản lý tài sản và rủi ro với mức lương cạnh tranh. Hộp 6 và 7 tóm tắt việc chuyển đổi thành công của quỹ hưu trí tại Malaysia và Nhật Bản. Hai ví dụ này là những bài học phù hợp cho BHXH Việt Nam.

**98. Đa dạng hoá hoạt động đầu tư của BHXH Việt Nam sẽ không chỉ cải thiện lợi nhuận đầu tư dài hạn mà còn hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.** Một phần phân bổ đầu tư vừa phải vào chứng khoán doanh nghiệp – ví dụ 25% tổng tài sản đầu tư thông qua thị trường thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp – có thể giúp cung cấp thêm 20 tỉ đô la Mỹ cho khu vực doanh nghiệp vào năm 2030.<sup>52</sup> Do có nghĩa vụ dài hạn, BHXH

51 Theo 'định hướng cải cách' được nêu trong Nghị quyết số 28-NQ/TW năm 2018 và sau đó là Quyết định của Thủ tướng Chính phủ số 889/QĐ-TTg tháng 6/2021. Ngân hàng Thế giới cùng với các tổ chức quốc tế khác đang làm việc với Bộ LĐTB&XH, BHXH Việt Nam, và Bộ Tài chính về cách thức thực hiện những thay đổi đó.

52 Giả sử mức lợi nhuận tăng thêm 1% đối với đầu tư trái phiếu chính phủ. Ví dụ của Malaysia cho thấy mức lợi nhuận thêm là 2-2,5% từ việc đầu tư đa dạng hoá trên trái phiếu chính phủ trong nước về dài hạn.



Việt Nam có thể chấp nhận biến động ngắn hạn gắn với thị trường cổ phiếu và thanh khoản thấp hơn gắn với thị trường trái phiếu doanh nghiệp; đổi lại, lợi nhuận dài hạn cho những khoản đầu tư này sẽ cao hơn so với đầu tư hiện thời. Khoản lợi nhuận gia tăng thêm có thể lên đến 4 tỉ đô la Mỹ cho đến năm 2030 nếu như việc đa dạng hoá đầu tư được triển khai sớm.<sup>53</sup> Khoản lợi nhuận gia tăng thêm đó có thể được tái đầu tư để cung cấp vốn cho phát triển kinh tế của Việt Nam.

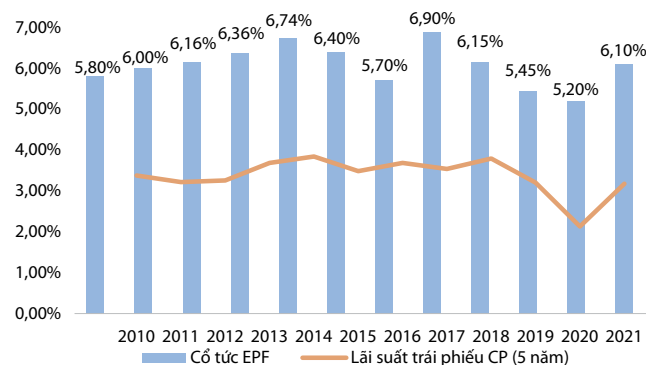
## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**99. Một vấn đề chính đối với sự bền vững của BHXH Việt Nam đó là vấn đề chi trả một lần khi nghỉ hưu thay cho việc chi trả định kỳ lương hưu hàng tháng.** Mặc dù có sự gia tăng về quyền lợi, nhưng nhiều người tham gia bảo hiểm rút bảo hiểm một lần khi họ nghỉ việc. Năm 2020, khoảng 861.000 người rút bảo hiểm xã hội một lần, mức tăng trên 6% so với năm 2019. Ở trên thế giới, hầu hết các chương trình hưu trí bắt buộc đều không cho phép việc rút một lần này do nó có thể làm tổn hại đến mục tiêu đảm bảo nguồn thu nhập khi tuổi già (điều này làm giảm khoản hưu trí trong tương lai và có thể không còn khoản hưu trí nào nếu những yêu cầu không được đáp ứng). Vấn đề này đã được nêu như một lý do chính cần sửa Luật BHXH 2014.

### HỘP 6. Chuyển đổi Quỹ bảo hiểm hưu trí ở Malaysia

**Quỹ bảo hiểm Người lao động của Malaysia (EPF) đã chuyển đổi tất cả các khía cạnh hoạt động của mình trong suốt 20 năm qua, bao gồm phân bổ tài sản, sử dụng quản lý tài sản cả nội và thuê ngoài, và cải tiến mạnh về quản trị rủi ro.** Các hoạt động cải cách bắt đầu từ đầu những năm 2000 và đã đạt được tiến triển trên nhiều lĩnh vực trong suốt những năm qua.<sup>54</sup> Để giải quyết thách thức về quy mô gia tăng, EPF đã đa dạng hoá hoạt động đầu tư của mình trong nhiều lĩnh vực có thể đem lại lợi nhuận tiềm năng cao hơn về dài hạn (Biểu 21).<sup>55</sup> Bảng 2 minh hoạ về hành trình thay đổi về phân bổ tài sản của EPF. EPF đã xây dựng một chiến lược thích ứng với việc sử dụng tổ chức quản lý quỹ bên ngoài để đạt được những mục tiêu của mình, trong giai đoạn đầu thực hiện đa dạng hoá đầu tư các nhóm tài sản mới hoặc ở những khu vực trước đây có những vấn đề năng lực, sau đó từng bước chuyển dần hoạt động quản lý tài sản về tự thực hiện để đạt hiệu quả tốt hơn (giảm chi phí).

**BIỂU 21. Lợi nhuận của EPF so với trái phiếu chính phủ Malaysia**



Nguồn: Malaysia EPF, Ngân hàng Trung ương Malaysia

53 Giả sử mức lợi nhuận tăng thêm 1% đối với đầu tư trái phiếu chính phủ. Ví dụ của Malaysia cho thấy mức lợi nhuận thêm là 2-2,5% từ việc đầu tư đa dạng hoá trên trái phiếu chính phủ trong nước về dài hạn.

54 World Bank Group. 2018. "Nghiên cứu về Quỹ Bảo hiểm Người lao động của Malaysia." Washington, DC: World Bank.

55 Báo cáo thường niên năm 2016 của Quỹ Bảo hiểm Người lao động Malaysia.

**BẢNG 2. Thay đổi trong phân bổ tài sản của EPF Malaysia giai đoạn 2002-2021**

Tài sản	2002	2006	2010	2016	2021
Thu nhập cố định	63%	70%	59%	49%	45%
Cổ phiếu	23%	19%	35%	42%	44%
BĐS và cơ sở hạ tầng	1%	1%	0,4%	4%	6%
Công cụ thị trường tiền tệ	13%	11%	5%	5%	5%
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

*Nguồn:* EPF (thu nhập cố định bao gồm: trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp, chứng khoán nợ cấu trúc, và các khoản vay)

**Tác động của những cải cách này, bao gồm đa dạng hoá phân bổ tài sản, đã giúp cải thiện lợi nhuận của EPF so với hiệu quả hoạt động trong quá khứ.** Ví dụ, hiệu quả hoạt động so với trái phiếu chính phủ trong nước và tiền gửi kỳ hạn 1 năm lãi suất cố định đã tăng trưởng từ lợi nhuận tăng thêm chỉ khoảng 0,5%/năm trong giai đoạn 2000-2005 (trước khi đa dạng hoá đầu tư) lên mức lợi nhuận 2-2,5%/năm từ năm 2009 - 2017. Danh mục đa dạng đầu tư của EPF chính là động lực thúc đẩy chính giúp tạo ra mức lợi nhuận thực là 3,7% trong giai đoạn 2009 - 2018, sát với hiệu suất của nhiều các quỹ lớn trên thế giới.<sup>56</sup>

**100. Nâng cao quản trị của BHXH Việt Nam là một phần then chốt giúp đảm bảo vai trò được mở rộng.** Mục tiêu chủ đạo của BHXH Việt Nam (và các quỹ) được khuyến nghị làm rõ để tập trung vào đảm bảo cho người tham gia nhận được những quyền lợi họ đã được cam kết. Các mục tiêu của BHXH Việt Nam cần song hành với những lợi ích của người tham gia quỹ bảo hiểm. Việc đa dạng hoá rủi ro và tập trung vào lợi nhuận dài hạn cũng được khuyến nghị đưa vào chính thức như một phần trong mục tiêu đầu tư. Hơn nữa, các chuyên gia bên ngoài cần được chỉ định vào Hội đồng quản lý giống như các quỹ bảo hiểm khác trên toàn cầu.

**101. Vai trò tăng cường của BHXH Việt Nam cần được hỗ trợ bởi việc yêu cầu thành viên hội đồng và nhân viên phải thực hiện công việc theo cách chuyên nghiệp, và bảo vệ họ khỏi những hành động pháp lý nếu họ đã thực hiện đúng chức trách.** Nếu một quỹ muốn tối đa hoá lợi nhuận thu được về dài hạn, sẽ có xác suất đầu tư vào các tài sản đôi khi bị mất giá trị. Như một phần trong các sửa đổi được lên kế hoạch, Luật cần được tăng cường để đưa ra những bảo vệ tiêu chuẩn khỏi hành động pháp lý nếu hội đồng quản lý và nhân viên đã thực hiện trung thực nhiệm vụ và thực hiện các vai trò của họ theo cách chuyên nghiệp. Đây là vấn đề quan trọng khi xem xét triển khai các nhóm tài sản mới với độ biến động cao hơn.

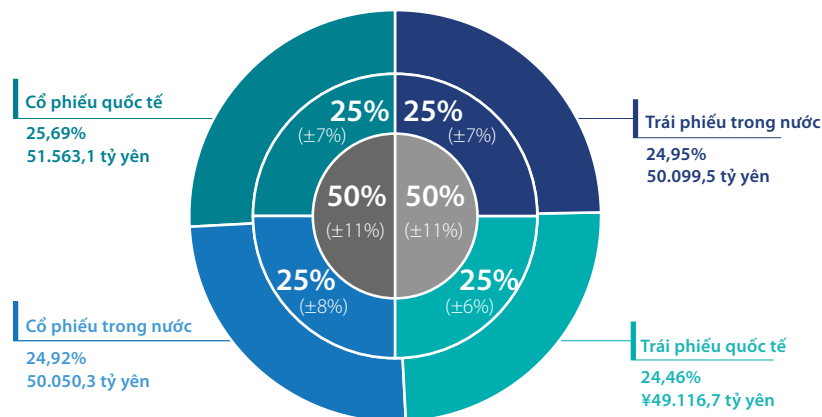
**102. Tóm lại, xét về mặt tổ chức, có 3 khuyến nghị cải thiện cụ thể cho BHXH Việt Nam có thể thực hiện được các nhiệm vụ đầu tư.** Đó là: (i) quản trị rủi ro cần được đặt bên ngoài chức năng đầu tư nhằm có được sự kiểm tra đối chiếu và cân đối độc lập, (ii) chức năng đầu tư sẽ cần được tăng cường để sẵn sàng cho các nhóm tài sản mới và (iii) chức năng tính toán định phí cần được cải thiện, để có thể tiếp nhận dữ liệu cần có và trình bày kết quả đầy đủ.

56 Jackson, R., & Inglis, E. 2021. "Các quỹ Bảo hiểm của Châu Á: ứng phó với những thách thức mai sau." EFI Insight-Finance. Washington, DC: World Bank.

## HỘP 7. Quỹ đầu tư Hưu trí Chính phủ Nhật Bản (GPIF)

**Việc quản lý hệ thống hưu trí công của Nhật Bản chính là một ví dụ trong khu vực về việc chuyển hướng sang đa dạng hoá.** Việc đem lại lợi nhuận đủ để đáp ứng những nghĩa vụ của các quỹ hưu trí dẫn đến yêu cầu đa dạng hoá chiến lược đầu tư về cả phân bổ tài sản và phạm vi địa lý. Trước năm 2000, các khoản đóng góp và tài sản của hưu trí công đều được gửi vào Bộ Tài chính và được sử dụng như một phần đầu tư vào chương trình cho vay đến khu vực công và chính quyền địa phương.<sup>57</sup> Vào năm 2001, GPIF bắt đầu thực hiện đa dạng hoá sang các nhóm tài sản khác và ra quốc tế. Hiện nay, tỉ trọng đầu tư ra nước ngoài chiếm một nửa của GPIF, trong khi đó vào năm 2000 việc đầu tư hoàn toàn ở trong nước và vào chứng khoán chính phủ. Biểu 22 cung cấp thông tin về phân bổ tài sản chiến lược (bao gồm phân bổ mục tiêu và biến động cho phép) và phân bổ thực tế tính đến tháng 12/2021.

BIỂU 22. Phân bổ tài sản của GPIF tính đến cuối năm 2021



Bên trong: hỗn hợp tài sản chính sách (số liệu trong ngoặc đơn biểu thị giới hạn sai lệch)  
Bên ngoài: cuối tháng 12/2021

Nguồn: GPIF

**GPIF tin rằng rủi ro lớn nhất là không đạt được lợi nhuận đầu tư cần thiết cho hệ thống hưu trí.** Với việc thay đổi trong chiến lược, GPIF cũng cập nhật các nguyên tắc đầu tư của mình. Những nguyên tắc đầu tư hiện nay của GPIF nhấn mạnh tầm quan trọng của: (i) đủ ngân sách chi trả quyền lợi, (ii) đảm bảo quan điểm dài hạn chỉ vì lợi ích của các thành viên, và (iii) giảm thiểu rủi ro không có đủ ngân sách chi trả cho quyền lợi hưu trí cần thiết, trong khi công nhận rằng cách tiếp cận dài hạn sẽ có những biến động ngắn hạn. GPIF đầu tư thông qua mạng lưới các công ty quản lý tài sản được lựa chọn để đầu tư vào các lớp tài sản khác nhau và sử dụng kết hợp quản lý đầu tư chủ động và thụ động.

57 Tamaki, N. 2012. "Quản lý các quỹ dự phòng hưu trí công: Trường hợp của Quỹ đầu tư hưu trí chính phủ (GPIF) Nhật Bản." Rotman International Journal of Pension Management Volume 5, Issue 2.

---

## Quỹ hưu trí tư nhân

**103. Hiện tại, quỹ hưu trí tư nhân duy nhất tồn tại ở Việt Nam là các quỹ tự nguyện, được biết trên thế giới như là quỹ Trụ cột 3.<sup>58</sup> Trụ cột 1 là Quỹ BHXH nhận khoảng 22% của lương. Quỹ hưu trí tư nhân bắt buộc (Trụ cột 2) vẫn chưa được thiết lập ở Việt Nam, mặc dù việc có một hệ thống hưu trí đa trụ cột sẽ tạo nền tảng lâu dài tốt nhất để tối đa hoá kết quả hưu trí.**

**104. Việc thực hiện quỹ hưu trí tự nguyện Trụ cột 3 là bước đầu tiên trong việc đa dạng hoá hệ thống hưu trí nhằm đối phó với những thay đổi nhanh chóng về nhân khẩu học mà Việt Nam đang phải đối mặt.** Tuy nhiên, những tiến triển ban đầu còn chậm chạp. Các cơ quan quản lý đã tìm kiếm cách thức mở rộng độ bao phủ khi những mục tiêu ban đầu chưa đạt được, trong khi những rào cản về quản lý và về thuế cần được giải quyết.<sup>59</sup> Tính đến cuối năm 2021, chỉ có 3 giấy phép được cấp cho các quỹ hưu trí tư nhân. Quỹ đầu tiên bắt đầu hoạt động vào tháng 4/2020 và tính đến tháng 10/2022 quỹ này có tổng tài sản quản lý là chưa đến 70 tỉ đồng (khoảng 3 triệu đô la Mỹ).<sup>60</sup> Quỹ được cấp phép khác vẫn chưa bắt đầu hoạt động. Sáu hồ sơ xin cấp phép khác đã được nộp lên.

**105. Mỗi quỹ hưu trí tư nhân sẽ có chính sách phân bổ tài sản của riêng mình với những lựa chọn rủi ro theo mức thận trọng, trung bình, và cao khác nhau, dù rằng trên thực tế tất cả đều tương đối thận trọng do những hạn chế về quy định quản lý.** Điều lệ của công ty đang hoạt động có 3 quỹ với tài sản phân bổ như sau<sup>61</sup>:

- (i) Tối thiểu 80% vào thu nhập cố định (50% vào trái phiếu chính phủ) và tối đa 20% vào cổ phiếu<sup>62</sup>;
- (ii) Tối thiểu 60% vào thu nhập cố định (50% vào trái phiếu chính phủ) và tối đa 35% vào cổ phiếu;
- (iii) Tối thiểu 50% vào thu nhập cố định (tất cả vào trái phiếu chính phủ) và tối đa 50% vào cổ phiếu.

### Những thách thức và vấn đề cần giải quyết

**106. Các quy định về đầu tư đối với các quỹ hưu trí tương đối chặt chẽ với những yêu cầu cao đầu tư vào thu nhập cố định và nợ của chính phủ.** Quy định hiện hành chỉ cho phép đầu tư 20% tổng tài sản của quỹ hưu trí vào cổ phiếu (thông qua các quỹ đầu tư chứng khoán), mặc dù mức cao hơn có thể thực hiện ở cấp độ quỹ con của quỹ hưu trí chung, và không được đầu tư

---

58 Khuôn khổ quản lý đã được nêu ra trong một số các Nghị định và Thông tư gồm Thông tư 115/2013/TT-BTC, Nghị định 88/2016/NĐ-CP và Thông tư 86/2017/TT-BTC.

59 AUM từ 10.000 đến 12.000 tỉ đồng vào năm 2020 theo Quyết định 144/QĐ-TTg.

60 Để có thêm thông tin về quỹ Dragon Capital, truy cập vào <https://dragoncapital.com.vn/en/pension-funds/performance/>.

61 Để có thêm thông tin về điều lệ quỹ VFM Pension, truy cập vào [https://vfmcomvnaz.azureedge.net/dcvfmcomvn/uploads/vfm\\_files/report/2022/07/Pension-Fund-Charter\\_20220712.pdf](https://vfmcomvnaz.azureedge.net/dcvfmcomvn/uploads/vfm_files/report/2022/07/Pension-Fund-Charter_20220712.pdf).

62 Lưu ý rằng các quỹ hưu trí đang đầu tư chính thức vào các quỹ đầu tư chứng khoán đầu tư vào cổ phiếu, thay vì trực tiếp đầu tư cổ phiếu.

ra nước ngoài với bất kỳ loại tài sản nào. Do các quỹ có nghĩa vụ rất dài, nên các quỹ hưu trí cần được cho phép đầu tư mạnh mẽ hơn vào những khoản đầu tư có kỳ hạn dài, bao gồm cả cổ phiếu.

**107. Những ưu đãi về thuế đối với phần đóng của doanh nghiệp vào quỹ hưu trí tự nguyện không đồng nhất với lợi ích của người lao động.** Các doanh nghiệp không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp cho khoản đóng góp lên đến 3 triệu đồng, nhưng người lao động sẽ bị khấu trừ vào thuế thu nhập cá nhân cho khoản đóng góp trên 1 triệu đồng. Đây có thể là trở ngại đối với người lao động với khoản thu nhập thêm, trong khi chủ lao động sẵn sàng đóng góp. Cho phép trừ thuế trực tiếp (tax credit) đối với người tham gia có thu nhập thấp có thể là cách thức khác để tạo ra những ưu đãi lớn hơn cho người tham gia.

**108. Các quy định yêu cầu các tổ chức cung cấp quỹ hưu trí đã được cấp phép phải có ngân hàng lưu ký nhằm bảo vệ khỏi gian lận và đảm bảo tuân thủ với các quy định - nhưng những yêu cầu hiện thời vượt xa hơn những yêu cầu ngân hàng lưu ký bình thường.** “Ngân hàng giám sát” là cần thiết, bên cạnh ngân hàng lưu ký, để thực hiện thẩm định (DD) đối với tổ chức cung cấp quỹ hưu trí. Việc này một phần giảm thiểu cho việc thiếu năng lực giám sát, nhưng đây không phải là cách tiếp cận ở nhiều thị trường vì tạo thêm sự phức tạp, chi phí, và chậm trễ. Thay vào đó, Bộ Tài chính cần hành động gấp rút để nâng cao năng lực giám sát. Cần thiết phải đảm bảo rằng hệ thống giám sát vận hành hiệu quả trước khi hệ thống hưu trí mở rộng ra. Bộ Tài chính cũng đã nhận được tư vấn về chiến lược và hoạt động giám sát, nhưng những việc này đòi hỏi tăng thêm nhân sự và đào tạo để có được hiệu quả đầy đủ.

**109. Một số những thay đổi khác sẽ khuyến khích tăng cường đầu tư vào các quỹ hưu trí tư nhân.** Trong đó bao gồm:

- (a) Gỡ bỏ yêu cầu người dân chỉ có thể tham gia thêm quỹ hưu trí tư nhân tự nguyện nếu họ đang đóng góp vào BHXH Việt Nam. Việc này sẽ giúp cho những người không thể tham gia vào BHXH (bao gồm những người ở nhà không đi làm và những người ở các lĩnh vực phi chính thức) có thể đầu tư để có quyền lợi hưu trí.
- (b) Chủ lao động tự nguyện lựa chọn chương trình hưu trí và đóng góp cùng với người lao động phải được cho phép đăng ký cho toàn bộ người lao động của họ một cách tự động.
- (c) Cần phải khuyến khích đóng góp của bên thứ ba vào các quỹ hưu trí, cho phép người Việt Nam làm việc ở nước ngoài được đóng góp trực tiếp vào quỹ hưu trí của họ cũng như cho thành viên trong gia đình họ.

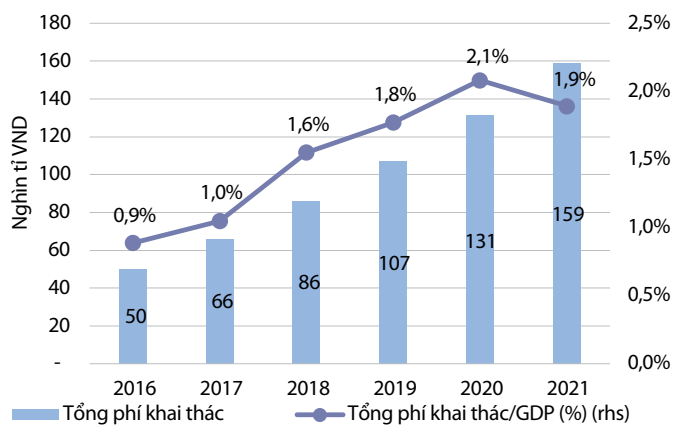
**110. Phát triển hơn nữa ngành quỹ hưu trí tư nhân sẽ giúp tập hợp và huy động tiết kiệm của chủ lao động và người lao động cũng như chuyển các nguồn này cho việc hỗ trợ phát triển kinh tế.** Thậm chí nếu các biện pháp cải cách được đưa ra có thể chỉ giúp ngành quỹ phủ sóng chỉ được 1% trên tổng số các doanh nghiệp và người lao động tại Việt Nam, thì số tiền tiết kiệm được huy động có thể lên đến 1 tỉ đô la Mỹ vào năm 2030 từ mức thấp hiện nay. Những doanh nghiệp lớn sẽ quan tâm hơn đến việc cung cấp hưu trí tư nhân cho người lao động của mình như một phần trong gói quyền lợi. Nếu có đủ các yếu tố tạo thuận lợi, tỉ lệ tham gia do đó có thể còn cao hơn nữa.

## Các công ty bảo hiểm

111. Các công ty bảo hiểm đóng vai trò then chốt trên thị trường vốn, đặc biệt là các công ty bảo hiểm nhân thọ do họ cần đầu tư vào các công cụ thời hạn dài để hỗ trợ cho những nghĩa vụ tương ứng của họ.<sup>63</sup> Cho đến tháng 12 năm 2021, tổng tài sản của các công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ là 709 nghìn tỉ đồng (29 tỉ đô la Mỹ), trong đó 583 nghìn tỉ đồng (24 tỉ đô la Mỹ) là tài sản đầu tư, tương ứng 6.9% của GDP. Các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ truyền thống (bao gồm sản phẩm hỗn hợp, trọn đời và liên kết chung, cũng như niên kim) thường có thời hạn dài, trong khi đó phí bảo hiểm cần phải được đầu tư vào các tài sản phù hợp với những nghĩa vụ có thể phát sinh. Mạng nhân thọ chiếm khoảng 90% tổng số các tài sản đầu tư trong ngành bảo hiểm. Các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng cần có thể thực hiện đầu tư một phần tài sản vào các tài sản thời hạn dài kém thanh khoản hơn.

112. Năm 2021, ngành bảo hiểm nhân thọ Việt Nam nắm giữ 599 nghìn tỉ đồng tài sản (25 tỉ đô la Mỹ), đã tăng trưởng ổn định từ năm 2016 ở tỉ lệ gộp hàng năm là 27%.<sup>64</sup> Tỉ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ ở Việt Nam đã tăng trưởng ở tốc độ nhanh trong những năm vừa qua, và chiếm 1,9% GDP vào năm 2021 (Biểu 23). Tăng trưởng nhanh của ngành bảo hiểm Việt Nam vượt trên các nước có thu nhập trung bình thấp khác với tỉ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ ở mức 0,7%.

BIỂU 23. Thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam qua các năm



Nguồn: AXCO

113. Các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng cung cấp các hợp đồng liên kết đơn vị, theo đó khách hàng sẽ có những rủi ro của các khoản đầu tư trên thị trường vốn. Nhu cầu cho các sản phẩm liên kết đơn vị ngày càng tăng. Năm 2021, phí bảo hiểm liên kết đơn vị tăng gần gấp 3 lần so với năm trước đó. Công ty bảo hiểm phát hành các hợp đồng bảo hiểm liên kết đơn vị cần thành lập công ty quản lý tài sản của chính mình để quản lý nguồn tiền liên kết đơn vị cho các chủ hợp đồng.

63 Các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ thường cần duy trì các mức dự phòng thanh khoản cao và do vậy chỉ đầu tư tích cực trên các thị trường tiền tệ ngắn hạn.

64 Tính đến năm 2020, đã có 52 công ty bảo hiểm tại Việt Nam: 32 phi nhân thọ, 18 nhân thọ và 2 công ty tái bảo hiểm. Mặc dù số lượng nhiều, nhưng ngành này độc chiếm bởi một công ty bảo hiểm nhà nước đó là Bảo Việt, công ty đã hoạt động như độc quyền từ năm 1993, sau đó mới có các công ty nhà nước và tư nhân khác ra nhập thị trường.



## Các thị trường đầu tư của ngành bảo hiểm

**114. Đầu tư của lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ của Việt Nam tập trung chủ yếu vào trái phiếu Chính phủ và tiền gửi ngân hàng, chiếm lần lượt là 41% và 39% tài sản đầu tư.** Các công ty bảo hiểm nhân thọ cũng nắm giữ 17% chứng khoán doanh nghiệp. Các công ty bảo hiểm phi nhân thọ với yêu cầu tài sản phải đáp ứng nhanh chóng với những nghĩa vụ ngắn hạn tập trung đầu tư chủ yếu vào tiền gửi ngân hàng (77%), dù họ cũng có đến 11% ở chứng khoán doanh nghiệp. Sự phân phối này được nêu chi tiết trong Bảng 3.

**BẢNG 3. Tài sản đầu tư của các công ty bảo hiểm, 2021**

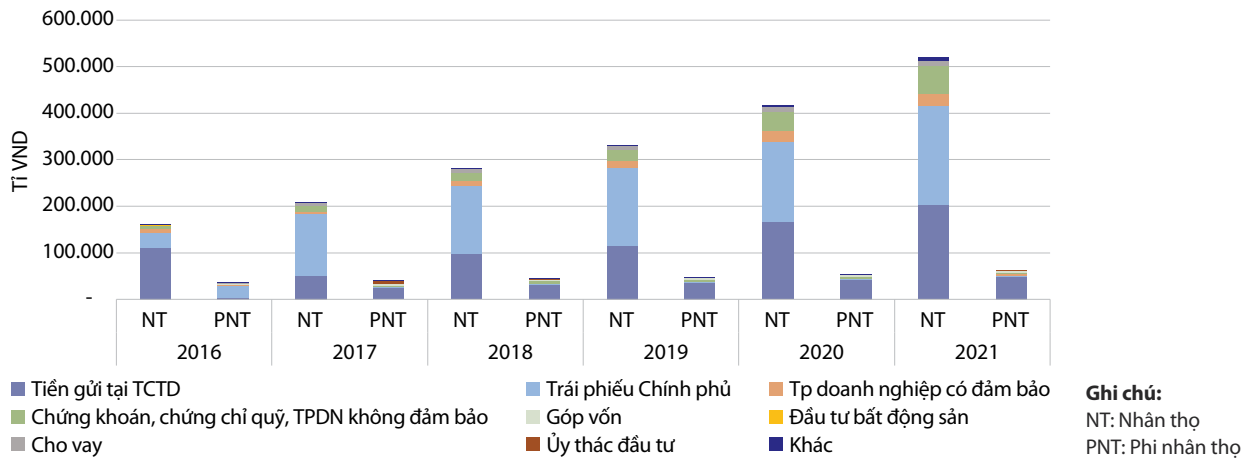
Nhóm tài sản	Nhân thọ		Phi nhân thọ		Tổng	
	Tỉ đồng	%	Tỉ đồng	%	Tỉ đồng	%
Tiền gửi	203.678	39,1	48.403	77,2	252.081	43,2
Trái phiếu Chính phủ	212.600	40,8	1.874	3,0	214.474	36,8
Trái phiếu doanh nghiệp có đảm bảo	24.833	4,8	4.927	7,9	29.810	5,1
Chứng khoán, chứng chỉ quỹ, TPDN không bảo đảm	61.112	11,7	2.116	3,4	63.228	10,8
Góp vốn	873	0,2	3.261	5,2	4.134	0,7
Bất động sản	0	0,0	672	1,1	672	0,1
Cho vay	10.302	2,0	214	0,3	10.516	1,8
Ủy thác đầu tư	0	0,0	1.233	2,0	1.233	0,2
Khác	7.041	1,4	0	0,0	7.041	1,2
<b>Tổng tài sản đầu tư</b>	<b>520.489</b>	<b>100</b>	<b>62.700</b>	<b>100</b>	<b>583.189</b>	<b>100</b>

Nguồn: FinnGroup, Bộ Tài chính

**115. Ở cấp độ ngành, các công ty bảo hiểm Việt Nam đã dịch chuyển từ đầu tư trái phiếu chính phủ sang tiền gửi ngân hàng trong những năm gần đây.** Đầu tư lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ vào trái phiếu Chính phủ đã giảm từ 68% năm 2016 xuống 41% năm 2021, trong khi tiền gửi ngân hàng đã tăng từ 21% lên 39% (xem Biểu 24). Việc dịch chuyển này phần nào giải thích bằng việc giảm lợi suất trái phiếu Chính phủ trong những năm gần đây. Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm đã giảm từ 6,3% vào cuối năm 2016 xuống 2,1% vào cuối năm 2021, trong khi lãi suất tiền gửi cố định trung bình ở khoảng 6-7%.

**116. Công ty bảo hiểm lớn nhất là Tổng công ty bảo hiểm nhân thọ Bảo Việt khá thận trọng so với các công ty bảo hiểm nhân thọ khác (Bảng 4).** Tài sản đầu tư của Bảo Việt chủ yếu bao gồm tiền gửi ngân hàng (60% tổng tài sản), sau đó đến trái phiếu Chính phủ (31%). Các công ty bảo hiểm nhân thọ khác nắm giữ 32% tài sản ở tiền gửi, 44% ở trái phiếu Chính phủ và 20% ở chứng khoán doanh nghiệp. Những giới hạn quy định quản lý hiện thời đối với công ty bảo hiểm nhân thọ là đầu tư tối đa 50% vào chứng khoán doanh nghiệp, nhưng không có giới hạn về đầu tư vào tiền gửi và trái phiếu Chính phủ.

**BIỂU 24. Cơ cấu tài sản đầu tư của nhân thọ và phi nhân thọ, 2016-2021**



Nguồn: FiiinGroup lấy từ Cục Quản lý Giám sát Bảo hiểm

**BẢNG 4. Tài sản đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ, 2021**

Nhóm tài sản	Cty BHNT lớn nhất		Các Cty BHNT khác	
	Tỉ đồng	%	Tỉ đồng	%
Tiền gửi	80.998	59,6	122.680	31,9
Trái phiếu Chính phủ	42.569	31,3	170.031	44,2
Trái phiếu doanh nghiệp có đảm bảo	-	0,0	24.883	6,5
Trái phiếu doanh nghiệp không có bảo đảm, cổ phần, và các quỹ đầu tư	9.715	7,1	51.397	13,4
Góp vốn	173	0,1	699	0,2
Bất động sản	-	0,0	-	0,0
Khoản vay	2.338	1,7	7.964	2,1
Ủy thác đầu tư	-	0,0	-	0,0
Khác	115	0,1	6.926	1,8
<b>Tổng tài sản đầu tư</b>	<b>135.097</b>	<b>100</b>	<b>384.580</b>	<b>100</b>

Nguồn: FinnGroup, Bộ Tài chính

## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**117. Các công ty bảo hiểm của Việt Nam đối mặt với những thách thức trên nhiều mặt, và cần có sự quan tâm về chính sách.** Những thách thức này bao gồm việc thiếu các công cụ đầu tư phù hợp, các cơ hội, và quản trị rủi ro chưa đầy đủ. Việt Nam đã thực hiện hiện đại hoá Luật Kinh doanh bảo hiểm, bao gồm thay đổi về giám sát dựa trên rủi ro và vốn. Điều này tạo cơ hội để giải quyết một số vấn đề.

**118. Các công ty bảo hiểm cần phải được khuyến khích đa dạng hoá đầu tư vào khu vực doanh nghiệp.** Các tài sản đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ Việt Nam, đặc biệt là Bảo Việt Nhân thọ, đều tập trung vào các khoản đầu tư ngắn hạn và trái phiếu Chính phủ.

Dù rủi ro của các công ty bảo hiểm tương đối thấp, nhưng sự tập trung này sẽ luôn có rủi ro kèm theo cũng như hạn chế lợi nhuận. Các thị trường chứng khoán tăng trưởng nhanh chóng làm tăng cơ hội cho các công ty bảo hiểm tham gia với tư cách nhà đầu tư. Những khuôn khổ về vốn và giám sát dựa trên rủi ro sẽ tạo cơ hội cho các cơ quan quản lý khuyến khích đa dạng hoá và giảm đi sự cô đặc đầu tư thái quá.

**119. Những khuôn khổ về vốn và giám sát dựa trên rủi ro cũng cần được sử dụng để giải quyết vấn đề không khớp về thời hạn giữa tài sản và nghĩa vụ của các công ty bảo hiểm nhân thọ.** Việc không khớp nhau này tạo ra những rủi ro lớn về lãi suất cho các công ty bảo hiểm, và do đó rủi ro cho những người được bảo hiểm. Khoảng trống về thời hạn giữa tài sản và nghĩa vụ cần được phản ánh đầy đủ vào các yêu cầu về vốn. Điều này cũng sẽ không tạo động lực cho các công ty bảo hiểm đầu tư vào các trái phiếu kỳ hạn dài.

**120. Giống như trường hợp của BHXH Việt Nam, việc đa dạng thêm nữa đầu tư bảo hiểm sẽ giúp cải thiện lợi nhuận dài hạn của các công ty bảo hiểm và hỗ trợ cho sự phát triển của các thị trường chứng khoán doanh nghiệp.** Đối với các công ty bảo hiểm nhân thọ nắm giữ trên 80% các khoản đầu tư vào trái phiếu Chính phủ và tiền gửi là quá thận trọng. Việc tập trung cao như vậy vào các khoản đầu tư lợi suất thấp có thể là do những vấn đề liên quan đến các thị trường chứng khoán doanh nghiệp như đã thảo luận ở chương trước. Khi những vấn đề này được giải quyết thì các công ty bảo hiểm có thể đa dạng hoá đầu tư hơn nữa. Ví dụ, 20% tái phân bổ đầu tư vào các chứng khoán doanh nghiệp - như cổ phiếu và trái phiếu - có thể bổ sung thêm 15 tỉ đô la Mỹ vốn cho các doanh nghiệp vào năm 2030, bao gồm cả lợi nhuận tiềm năng cũng có thể được tái đầu tư.<sup>65</sup>

---

## Các quỹ đầu tư

**121. Những thay đổi về nhân khẩu học và xã hội tại Việt Nam do dân số đang tăng nhanh và già hoá.** Dân số Việt Nam đạt 99,5 triệu vào năm 2022, tăng khoảng 1,1% mỗi năm, trong khi đó số lượng người già (từ 60 tuổi trở lên) đã và đang tăng ở mức 4,4%. Cùng với những thay đổi về nhân khẩu học, tăng trưởng nhanh của nền kinh tế Việt Nam và tỉ lệ tiết kiệm tương đối cao đã dẫn đến việc tích lũy của cải cá nhân. Tầng lớp trung lưu được dự tính là sẽ tăng trưởng từ 40 triệu người vào năm 2020 lên 77 triệu người vào năm 2030.<sup>66</sup>

**122. Các khoản tiết kiệm của tầng lớp trung lưu đang gia tăng này có thể được tập hợp lại và chuyển dẫn đến các thị trường vốn thông qua các quỹ đầu tư.** Các quỹ đầu tư cung cấp phương tiện cho số lượng lớn các nhà đầu tư cá nhân tập hợp các khoản tiết kiệm của họ để trở thành các nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhằm thu nhận kiến thức và chuyên môn từ công ty quản lý quỹ và tiếp cận đến các nhà đầu tư lớn hơn cũng như đa dạng hoá. Nếu không có các

---

<sup>65</sup> Giả sử tỉ lệ tăng trưởng trong ngành như trong thời gian trước đó, đạt 70 tỉ đô vào năm 2030.

<sup>66</sup> McKinsey, 2021. "Diện mạo mới của người tiêu dùng Việt Nam."

phương án như các quỹ đầu tư đó, thì những nhà đầu tư này sẽ thường để nguyên các khoản tiết kiệm của họ vào tiền gửi ngân hàng, chỉ kiếm được chút ít và làm tăng sự độc chiếm của tài chính ngân hàng. Đáng nói là, các khoản đầu tư nhỏ nhất ở một quỹ có thể chỉ khoảng 500 đô la Mỹ và quỹ sẽ nắm giữ trong khoảng 30 đến 300 khoản đầu tư khác nhau. Quỹ đầu tư có quan điểm và động cơ đầu tư của riêng họ, họ đem đến độ sâu và thanh khoản cho thị trường vốn. Họ cũng tạo ra sự cân bằng ngược lại với các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.

## Các quỹ đầu tư ở Việt Nam

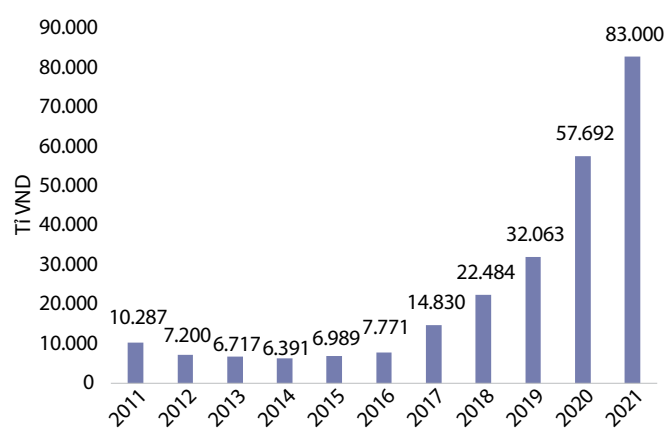
**123. Thị trường quỹ đầu tư ở Việt Nam tuy nhỏ nhưng đang có sự tăng trưởng tốt từ cuối năm 2021, NAV của các quỹ đã đạt trên 83 nghìn tỉ đồng (3,4 tỉ đô la Mỹ).** Điều này thể hiện qua mức tăng trưởng gộp hàng năm là 54% từ năm 2017 (Biểu 25). Tổng số các quỹ đầu tư tính đến 30/12/2021 là 70 quỹ, bao gồm 9 quỹ ETF, 42 quỹ mở, 2 quỹ đóng, 1 quỹ bất động sản và 16 quỹ thành viên.<sup>67</sup> Chỉ riêng năm 2021, 14 quỹ mới được cấp phép, bao gồm 2

ETF, 8 quỹ mở, 1 quỹ đóng, và 3 quỹ thành viên. Xét về tăng trưởng của quỹ, tăng trưởng gần đây về AUM liên quan đến 2 quỹ: một quỹ thu nhập cố định được giới thiệu bởi một ngân hàng lớn trong nước, và một quỹ ETF theo chỉ số chính của Việt Nam (VFM VN30). Các quỹ này đã thu hút nhiều đầu tư nước ngoài.<sup>68</sup>

**124. Ngành quỹ đầu tư có tiềm năng lớn để trở thành thành phần đóng góp lớn để huy động vốn cho nền kinh tế thông qua thị trường vốn.** Từ năm 2016, khi NAV của ngành chỉ đạt 7.780 tỉ đồng (322 triệu đô la Mỹ), thị trường đã tăng trưởng ở mức gộp 48% mỗi năm lên quy mô như hiện nay. Vào năm 2021, ngành quỹ chiếm khoảng 1,0% GDP, so với 33% ở Thái Lan, 38% ở Malaysia.<sup>69</sup> Tổng hợp những yếu tố chính đằng sau thành công của ngành quỹ Thái Lan được trình bày trong Khung 8. Chính phủ đặt mục tiêu đến năm 2030 ngành quỹ cần tăng lên chiếm 6-10% GDP, điều này là khả thi nếu Chính phủ thực hiện chương trình cải cách đầy đủ. Nếu mục tiêu đó đạt được, ngành quỹ sẽ có thể huy động được ít nhất 13 tỉ đô la Mỹ tiền tiết kiệm để có thể sử dụng cấp vốn cho phát triển kinh tế thông qua thị trường vốn.

**125. Ở thị trường Việt Nam, hiện chỉ có 3 nhóm quỹ mở: cổ phiếu, thu nhập cố định, và cân bằng.** Không có nhiều sự phát triển của các quỹ chuyên ngành khác như: chưa có quỹ thị trường

**BIỂU 25. Tổng tài sản quản lý trong Quỹ đầu tư ở Việt Nam**



Nguồn: UBCKNN

67 Quỹ thành viên là quỹ có dưới 100 nhà đầu tư (tất cả đều là chuyên nghiệp) và không thể chào bán ra công chúng.

68 Đến cuối năm 2021, quy mô của thị trường ETF trong nước đạt 605 triệu đô la Mỹ, mức cao thứ 2 trong ASEAN.

69 Báo cáo thường niên của UBCKNN, Hiệp hội các công ty quản lý đầu tư Thái Lan, UBCK Malaysia.

tiền tệ, chưa có quỹ đa tài sản, chưa có quỹ trong quỹ, chưa có quỹ đầu tư ra nước ngoài, chưa có quỹ ngành, và chưa có sự phân biệt giữa các kiểu đầu tư như đầu tư giá trị hay tăng trưởng. Những loại quỹ này được kỳ vọng phát triển sau này khi thị trường vốn và thị trường tiền tệ phát triển cũng như những hạn chế về đầu tư nước ngoài được gỡ bỏ.

**126. Năm 2021, UBCKNN đã cấp phép cho 14 quỹ đầu tư chứng khoán mới, đưa tổng số các quỹ đầu tư chứng khoán trên thị trường lên con số 70.** Việc đầu tư của những quỹ này tương đối linh hoạt, miễn là họ tuân thủ theo chính sách đầu tư đã được nêu ra trong bản cáo bạch. Từ năm 2021, các cơ quan quản lý đã tăng đáng kể những yêu cầu đối với công ty quản lý quỹ về quản trị và về hệ thống, bao gồm yêu cầu chuyển quyền sở hữu của tổ chức quản lý quỹ từ các cá nhân sang các tổ chức tài chính.<sup>70</sup> Kết quả là cơ quan quản lý cũng tạm dừng hoạt động của một công ty quản lý quỹ và thu hồi giấy phép của một công ty khác. Đến cuối năm 2021, có 43 công ty quản lý quỹ đang hoạt động bình thường.<sup>71</sup>

**127. Phân phối chứng chỉ quỹ phần lớn được thực hiện bởi công ty quản lý quỹ hoặc công ty chứng khoán.** Hai mươi công ty chứng khoán cũng được công nhận là thành viên được chấp thuận hoặc thành viên tạo lập thị trường đối với các quỹ ETF, mười trong số này vẫn hoạt động tính đến cuối năm 2021. Mỗi quỹ phải có một ngân hàng lưu ký giám sát độc lập với quỹ. Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) đóng vai trò lưu ký và đại lý chuyển nhượng. Các ngân hàng hiện không được phép phân phối chứng chỉ quỹ, dù rằng các ngân hàng thường giới thiệu một số quỹ cho khách hàng của mình rồi sau đó giới thiệu đến công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý quỹ để chính thức phân phối các quỹ; thường thì các công ty này là công ty con của các ngân hàng. Tính đến thời điểm hiện tại, không có công ty bảo hiểm nào đăng ký trở thành tổ chức phân phối quỹ.

#### HỘP 8. Ngành quỹ tương hỗ ở Thái Lan

**Ngành quỹ tương hỗ của Thái Lan là một trong ngành quỹ tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực, điều này có được là nhờ các quy định mang tính hỗ trợ, đưa ra những ưu đãi và linh hoạt về cơ cấu.** Từ mức chỉ chiếm 8% GDP vào năm 2001, ngành đã tăng trưởng lên 33% GDP vào năm 2021. Về danh nghĩa, ngành đã tăng trưởng với tỉ lệ gộp là 13%/năm trong suốt giai đoạn đó. Trong số nhiều những yếu tố hỗ trợ cho sự tăng trưởng mạnh mẽ đó, hai yếu tố quan trọng nhất đó là ưu đãi về thuế và cấu trúc linh hoạt các quỹ được phép, cho phép các loại hình quỹ khác nhau được phát triển qua các năm.

**Các nhà đầu tư vào quỹ tương hỗ ở Thái Lan được hưởng những ưu đãi lớn về thuế để khuyến khích tiết kiệm dài hạn.** Ưu đãi thuế nổi bật nhất đó là miễn thuế đối với mua chứng chỉ quỹ của quỹ Super Savings Fund đủ điều kiện. Chính sách ưu đãi này cho phép các cá nhân được khấu trừ khoản đầu tư của họ vào những quỹ này và quỹ khác, bao gồm các quỹ hưu trí cá nhân, từ khoản thu nhập chịu thuế lên đến 500.000 Bath (13.100 đô la Mỹ) một năm. Lợi ích này sẽ được hưởng đầy đủ nếu cá

70 Những yêu cầu về tái cấu trúc các công ty quản lý quỹ và các quỹ họ cung cấp được nêu trong Quyết định 1826/QĐ-TTg (2012) và Quyết định 242/QĐ-TTg (2019).

71 Một công ty khác bị đóng cửa tạm thời, một công ty bị tạm dừng, hai công ty khác đã bị thu hồi giấy phép. Báo cáo thường niên UBCKNN năm 2021.

nhân duy trì đầu tư của họ trong một khoảng thời gian nhất định, thường là 10 năm, hoặc cho đến khi họ đến một độ tuổi nhất định, tùy thuộc vào loại quỹ. Ưu đãi thuế đối với đầu tư quỹ tương hỗ đã được tinh chỉnh và thay đổi định kỳ trong những năm qua.

**Tính linh hoạt về cấu trúc quỹ cho phép ngành quỹ tạo ra các sản phẩm nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường.** Ví dụ Interval funds, được cho phép có các ít khoảng thời gian mua lại hơn so với quỹ mở điển hình khi yêu cầu khoảng thời gian mua lại hàng ngày. Đối với quỹ interval fund, khoảng thời gian mua lại sẽ là một hoặc 2 lần một năm, điều này cho phép tạo ra được các quỹ đầu tư vào các chứng khoán kém thanh khoản hơn nhưng sinh lời cao. Quỹ finite-life fund được phép có chỉ duy nhất một khoảng thời gian mua lại, như vào một thời gian nhất định khi quỹ được thanh lý và khoản gốc cũng như lãi được phân phối cho các nhà đầu tư; quỹ này phù hợp cho đầu tư vào các dự án kinh doanh. Cấu trúc quỹ Fund-of-fund có thể được tạo ra để cho phép đầu tư vào danh mục của các quỹ khác, thúc đẩy cách tiếp cận đầu tư chọn-và-trộn (mix-and-match). Quỹ Umbrella funds là các tổ chức có các bộ phận riêng biệt nắm giữ các danh mục khác nhau, được biết đến là quỹ con (sub-funds). Ngoài việc kết hợp điển hình giữa thu nhập cố định và cổ phiếu, quỹ có thể được tạo ra cho các nhóm tài sản thay thế khác như quỹ hạ tầng, quỹ bất động sản, và quỹ hàng hoá (vd: vàng). Đối với các nhà đầu tư mong muốn bảo toàn vốn gốc, thì quỹ thị trường tiền tệ hoặc quỹ bảo vệ vốn gốc cũng là những phương án sẵn có.

## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

### Cạnh tranh với lãi suất tiền gửi cao và loại bỏ đối xử thuế không thuận lợi

**128. Trên thế giới, một trong những đóng góp chính vào thành công của quỹ đó là khả năng đem lại lợi nhuận cao hơn so với tiền gửi ngân hàng.** Nhưng các quỹ đầu tư ở Việt Nam phải đối mặt với cạnh tranh lớn từ các ngân hàng, nơi mà thường đưa ra những mức lãi suất rất cao. Tiền gửi kỳ hạn cố định 1 năm có thể thu 7% lãi suất/năm. Các quỹ không thể so với tỷ lệ này được khi các khoản đầu tư vào trái phiếu Chính phủ đem lại thu nhập không đến 4%/năm, còn trái phiếu doanh nghiệp thì không quá 10%/năm. Quỹ cổ phiếu cũng biến động khiến cho nó kém hấp dẫn đối với nhiều nhà đầu tư.

**129. Ngoài ra, chính sách thuế với lợi nhuận từ các quỹ không cạnh tranh so với chế độ thuế cho đầu tư trực tiếp.** Các cá nhân đầu tư trực tiếp vào tiền gửi và trái phiếu Chính phủ không phải trả thuế thu nhập hay thuế lãi vốn, trong khi cá nhân đầu tư vào quỹ nắm giữ cùng công cụ đó sẽ phải chịu 5% thuế thu nhập và 20% thuế lãi vốn. Đối với những tài sản khác, nó còn tệ hơn khi lợi nhuận phải chịu thuế hai lần. Một cơ chế đặc biệt cho các quỹ đầu tư cần phải được thiết lập để nhằm đạt được: (i) loại bỏ những bất lợi về thuế từ đầu tư thông qua quỹ, và (ii) hài hoà hoá chính sách thuế về đầu tư vào các tài sản như cổ phiếu và trái phiếu so với tiền gửi và trái phiếu chính phủ.

### Thúc đẩy việc đầu tư của BHXH Việt Nam thông qua các quỹ

**130. BHXH Việt Nam có thể sử dụng các quỹ đầu tư như cách thức để mở rộng cân trọng sang các tài sản khác.** Các cơ quan quản lý cần thực hiện một khuôn khổ theo đó BHXH Việt Nam có thể đầu tư vào hàng loạt các công cụ, bao gồm các quỹ đầu tư được quản lý, việc này sẽ giúp có thêm được sự kiểm soát cũng như chuyên môn.



## Thúc đẩy phân phối quỹ

**131. Các ngân hàng là kênh phân phối quan trọng của các quỹ đầu tư, nhưng phân phối qua các kênh khác như điện tử cũng cần được khuyến khích.** Do các ngân hàng có thể là những nhà phân phối quan trọng của các quỹ đầu tư, việc sử dụng kênh này cần phải được thúc đẩy, đảm bảo có sự quản lý và giám sát phù hợp về thực hiện hoạt động kinh doanh và phân phối. Việc này yêu cầu có sự phối hợp chặt chẽ giữa UBCKNN và NHNN với tư cách là các cơ quan quản lý về ngành quỹ và ngân hàng. Ngoài các ngân hàng, thì các kênh điện tử cũng có tiềm năng hứa hẹn phục vụ việc phân phối quỹ. Ví dụ tại Trung Quốc, các ngân hàng thống trị trong phân phối quỹ cho đến khi Alipay giới thiệu quỹ thị trường tiền tệ vào năm 2014. Đến năm 2017, nó trở thành một trong những quỹ tiền tệ lớn nhất thế giới và phân phối đã chuyển sang các giao dịch điện thoại di động thông qua các doanh nghiệp dựa trên nền tảng internet. Hình thức xác minh khách hàng điện tử (eKYC) và giao dịch quỹ trực tuyến là những hoạt động quan trọng cho quỹ này. Bất cứ rào cản nào đối với các kênh điện tử ở Việt Nam cần phải được loại bỏ. Các cơ quan quản lý được khuyến khích thực hiện các nghiên cứu cần thiết để sửa đổi khuôn khổ quản để giúp việc phân phối có thể được hiện đại hoá (các sản phẩm ngân hàng, các quỹ đầu tư, các quỹ hưu trí, các sản phẩm bảo hiểm, và tài chính nhà ở) với sự bảo vệ nhà đầu tư tương ứng ở tất cả các sản phẩm.

## Mở rộng chuỗi sản phẩm

**132. Ngành quỹ đầu tư đã chứng kiến sự phát triển mạnh trên toàn cầu.** Do ngành này hiện nay có thể hỗ trợ cho các nhà đầu tư tổ chức cũng như cá nhân, các cơ quan quản lý và ngành quỹ cần thúc đẩy sự ra đời của các sản phẩm quỹ mới. Các loại quỹ bao gồm các quỹ umbrella fund (quỹ pháp nhân bao gồm cách thành phần với các danh mục khác nhau, “quỹ con”), master/feeder, quỹ interval và các quỹ trọng tâm cụ thể như về xanh và bền vững, cơ sở hạ tầng, bất động sản hay tín thác (REIF/REIT), và các quỹ đầu tư vào thị trường nước ngoài. Một số quỹ (như quỹ xanh) sẽ yêu cầu các quy định song song được đề ra xem những cái nào đủ điều kiện. Việc này có thể được thực hiện cùng với ngành quỹ để xác định những rào cản đối với vận hành hiệu quả của một số hình thức quỹ mới mà cần phải được giải quyết bằng thay đổi luật hoặc quy định.

## Nâng cao năng lực cho các bên có liên quan chủ chốt

**133. Cần tăng cường nâng cao năng lực cho chính phủ, cơ quan quản lý, cơ quan giám sát và cả thành viên thị trường để thúc đẩy sự phát triển của thị trường quỹ một cách tổng thể.** Việc này bao gồm nâng cao năng lực cho UBCKNN liên quan đến quản trị doanh nghiệp, phân phối và giám sát dựa trên rủi ro, bao gồm cả các rủi ro hệ thống (như rủi ro đối với các ngân hàng lưu ký giám sát), giáo dục nhà đầu tư, các sản phẩm quỹ mới, và các chủ đề mới phát sinh khi phát triển thị trường (bao gồm việc sử dụng fintech và lồng ghép bền vững).

---

## Các nhà đầu tư cá nhân trong nước

**134. Các nhà đầu tư cá nhân trong nước là những thành phần lớn và đang tăng trưởng góp phần vào thị trường vốn Việt Nam, ngay cả trong đại dịch COVID-19.** Trong giai đoạn 2020 - 2021, số lượng tài khoản nhà đầu tư trong nước đã tăng mạnh, từ 2,7 triệu tài khoản vào tháng 12/2020 lên 4,3 triệu tài khoản vào cuối năm 2021 (nhảy vọt 56%). Các nhà đầu tư cá nhân trong nước thúc đẩy tăng trưởng của các thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp trong hai năm này và giao dịch cổ phiếu được quan sát là sôi động hơn khi bình thường trong thời điểm phong toả. Gia tăng số hoá đã cho phép nhiều cá nhân hơn có thể đầu tư tích cực trên thị trường chứng khoán và tham gia vào giao dịch các chứng khoán thông qua các nền tảng trực tuyến ngay từ nhà.

**135. Sự tham gia tích cực của nhà đầu tư là yếu tố tích cực đối với phát triển thị trường.** Những nhà đầu tư này có thể cung cấp thanh khoản cần thiết, đặc biệt trên thị trường cổ phiếu, dù quy mô giao dịch của họ tương đối nhỏ. Thực tế, quy mô nhỏ giúp đáp ứng yêu cầu mà các nhà đầu tư lớn thường có. Những giao dịch lẻ nhỏ cũng cung cấp tín hiệu về giá liên tục, thậm chí khi các nhà đầu tư lớn không hoạt động sôi động. Hơn nữa, vì hoạt động của nhà đầu tư lớn (dù là mua hay bán chứng khoán) có xu hướng làm thay đổi giá cả tạm thời, các nhà đầu tư nhỏ lẻ có thể hưởng lợi bằng việc thực hiện những vị thế đối lập. Việc này sẽ giúp làm cho thị trường sôi động và hấp dẫn hơn.

**136. Các nhà đầu tư cá nhân có thể được phân ra làm hai nhóm: nhà đầu tư nhỏ lẻ và chuyên nghiệp.** Hầu hết các nhà đầu tư cá nhân thuộc nhóm nhà đầu tư nhỏ lẻ và chưa tinh vi với các khoản đầu tư nhỏ. Cũng chính do đặc điểm này khiến họ dễ bị lạm dụng. Nhiều phần trong Luật chứng khoán và các quy định về thị trường chứng khoán nhằm hướng đến bảo vệ những nhà đầu tư này. Một số hoạt động nhiều rủi ro hơn như phát hành chứng khoán riêng lẻ không được bán cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ do những rủi ro cao hơn hoặc cần sự tinh vi hơn để hiểu được hoạt động hay công cụ đầu tư.

### Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**137. Các nhà đầu tư cá nhân đáp ứng được những tiêu chí nhất định về mức độ tinh vi có thể được phân loại là chuyên nghiệp, nhưng theo những tiêu chí hiện tại, các nhà đầu tư chưa đạt độ tinh vi cũng có thể bị phân loại sai.** Về nguyên tắc, các nhà đầu tư tinh vi là những người có thể hiểu được các giao dịch phức tạp cũng như chấp nhận những rủi ro cao hơn gắn liền với những giao dịch này. Hiện tại, các nhà đầu tư chuyên nghiệp bao gồm các cá nhân nắm giữ chứng khoán niêm yết với giá trị tối thiểu là 2 tỉ đồng (xấp xỉ 85.000 đô la) hoặc có thu nhập chịu thuế trong năm trước là một tỉ đồng (xấp xỉ 43.000 đô la). Những ngưỡng này là thấp, đặc biệt khi so sánh với các tiêu chí của các nước khác cho các nhà đầu tư đủ điều kiện đó là thường bao gồm các khoản đầu tư tối thiểu cho mỗi giao dịch mua là 100.000 đô la Mỹ hoặc cao hơn (2,3 tỉ đồng). Giá trị danh mục tối thiểu 2 tỉ đồng là quá nhỏ, đặc biệt khi nó có thể bao gồm cả cá tài sản và tiền đi vay. Các cơ quan quản lý cần hiệu chỉnh lại định nghĩa và tiêu chí nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

**138. Các cơ quan quản lý cũng đã nhận thức được về vấn đề này và đã có những điều chỉnh bước đầu đối với những tiêu chí này, dù chưa hoàn thiện để nhằm giải quyết vấn đề.**<sup>72</sup> Những điều chỉnh này sẽ khiến các công ty khó có thể lách vòng qua các tiêu chí. Các cơ quan quản lý thực hiện việc này bằng cách yêu cầu tính toán giá trị tài sản bình quan theo ngày trong khoảng thời gian 180 ngày, và yêu cầu có xác nhận lại sau mỗi 3 tháng. Nghị định 08 cũng yêu cầu cần phải có xếp hạng tín nhiệm cho bất cứ trái phiếu nào được bán cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp là cá nhân. Những thay đổi này đều được hoan nghênh, nhưng chỉ có hiệu lực vào năm 2024 và duy trì giá trị danh mục để xét đủ điều kiện ở mức thấp. Những thay đổi khác cho các cơ quan quản lý xem xét đó là: (i) thực hiện yêu cầu giá trị tối thiểu cao hơn cho các khoản đầu tư cá nhân bởi nhà đầu tư chuyên nghiệp, có thể là 1 hoặc 2 tỉ đồng cho mỗi khoản đầu tư, (ii) yêu cầu các công ty phải chính thức thấy đảm bảo rằng nhà đầu tư có hiểu biết đầy đủ về những rủi ro gắn liền với chứng khoán và năng lực hấp thụ những rủi ro này của họ, và (iii) đối chiếu tương ứng giá trị danh mục để xét đủ điều kiện trở thành nhà đầu tư chuyên nghiệp so với các thị trường khác trong khu vực (300.000 đô la ở Thái Lan, 4 triệu đô la ở Hàn Quốc) và phải trừ đi tất cả các khoản nợ.

**139. Các hoạt động giáo dục nhà đầu tư cần được tăng cường nhằm tăng kiến thức chung về thị trường.** Giáo dục cần được xem xét ở ít nhất hai tầng lớp. Tầng thứ nhất là các chiến lược nâng cao nhận thức bởi các cơ quan, các tổ chức vận hành thị trường (đặc biệt là Sở GD), và các hiệp hội ngành nghề. Tầng thứ hai cần được tiến hành bởi các tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường, bao gồm các công ty chứng khoán và các công ty quản lý đầu tư, các tổ chức xếp hạng và tổ chức khác. Hệ thống định danh khách hàng (KYC) của các công ty cần bao gồm khái niệm về ‘sự phù hợp’ khi các công ty phân tích hồ sơ khách hàng và xác định xem những sản phẩm nào phù hợp với họ để cung cấp những sản phẩm phù hợp cho khách hàng đó.

---

## Nhà đầu tư quốc tế

**140. Hiện nay, với cơ sở nhà đầu tư tổ chức trong nước vẫn còn nhỏ, các nhà đầu tư quốc tế có thể đóng vai trò là những nhà cung cấp vốn chính thông qua thị trường vốn.** Không giống như các nhà đầu tư tổ chức trong nước với quy mô nhỏ và không kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong ngắn đến trung hạn, nên không thể đặt ra mức trần xem bao nhiêu vốn có thể nhận được từ các nhà đầu tư quốc tế. Nếu điều kiện thuận lợi, những nhà đầu tư này có thể tham gia với quy mô lớn.

**141. Các thành viên thị trường của Việt Nam có hai cách tiếp cận đến nguồn vốn từ các nhà đầu tư quốc tế: (i) bằng việc phát hành chứng khoán ra quốc tế, và (ii) bằng việc**

---

<sup>72</sup> Thực hiện thông qua Nghị định 65/2022/NĐ-CP (ngày 16/9/2022), như được sửa đổi và lùi thời hạn bằng Nghị định 08/2023/NĐ-CP ngày 5/3/2023.

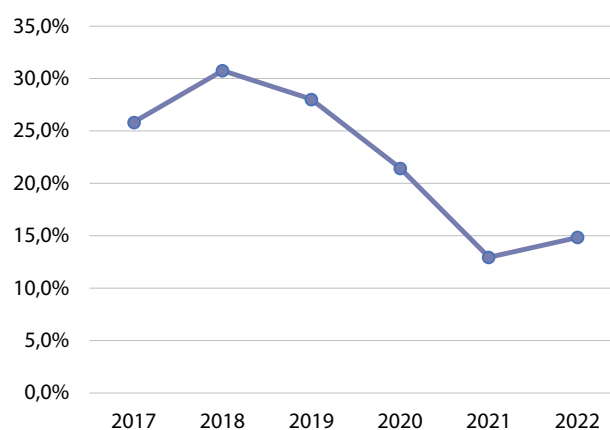
**thu hút họ đầu tư trực tiếp vào các thị trường cổ phiếu và trái phiếu trong nước của Việt Nam.** Cả hai cách tiếp cận này cần được thúc đẩy và hỗ trợ. Từ quan điểm thực tiễn, phát hành chứng khoán ra nước ngoài dễ dàng hơn và trực tiếp giúp các tổ chức muốn tìm kiếm nguồn vốn từ các nhà đầu tư quốc tế.

**142. Từ quan điểm phát triển, mời gọi các nhà đầu tư quốc tế đầu tư vào các thị trường của Việt nam sẽ đem lại nhiều lợi ích hơn.** Đầu tiên, có rất ít các tổ chức phát hành có thể tiếp cận các thị trường quốc tế trực tiếp. Việc có nhiều các nhà đầu tư quốc tế ở thị trường trong nước sẽ cung cấp nhiều hơn cho các tổ chức phát hành khả năng tiếp cận đến những nhà đầu tư này. Thứ hai, phát hành ra quốc tế thường đem đến rủi ro về tỉ giá cho các tổ chức phát hành. Trừ khi rủi ro này được phòng vệ một cách tự nhiên (như có doanh thu bằng đồng tiền sử dụng để phát hành), nếu không cách này có thể rất đắt đỏ. Thứ ba, sự hiện diện của các nhà đầu tư quốc tế giúp cải thiện tính đa dạng của cơ sở nhà đầu tư, giúp thị trường thanh khoản hơn. Sự hiện diện của các nhà đầu tư quốc tế có tầm cao cũng sẽ giúp nâng cao các tiêu chuẩn thị trường trong nước khi họ yêu cầu các tiêu chuẩn giống như những gì họ trông đợi từ các thị trường khác.

## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**143. Việt Nam cũng đã thu hút các nhà đầu tư nước ngoài, nhưng phần lớn vẫn giới hạn ở thị trường cổ phiếu và thậm chí mới chiếm một phần tương đối nhỏ.** Trên thị trường cổ phiếu, số lượng tài khoản của nhà đầu tư quốc tế chỉ chiếm chưa đến 1% tổng số tài khoản, dù họ đóng góp trên 20% giá trị giao dịch bình quân<sup>73</sup>, điều này cho thấy họ đều là những nhà đầu tư lớn. Tuy nhiên, tỷ trọng giao dịch bởi các nhà đầu tư quốc tế đã dần giảm đi trong những năm gần đây, từ đỉnh điểm năm 2018 chiếm 30% xuống chỉ còn

**BIỂU 26. Tỷ trọng giao dịch bởi người không cư trú trên thị trường chứng khoán Việt Nam**



Nguồn: FiinGroup, UBCKNN

14,8% vào năm 2022 (Biểu 26). Tỷ trọng như vậy là nhỏ so với các thị trường khác trong khối ASEAN-5, khi mà các nhà đầu tư quốc tế thực hiện trên 40% tổng giao dịch. Tỷ trọng của các nhà đầu tư quốc tế trên thị trường trái phiếu thậm chí còn thấp hơn ở mức dưới 1% đầu tư vào trái phiếu chính phủ (không có dữ liệu về trái phiếu doanh nghiệp).

73 Lấy từ các số liệu trung bình giai đoạn 2017-2021.

**144. Việt Nam chưa được đưa vào các chỉ số thị trường mới nổi, điều này phản ánh việc thiếu khả năng tiếp cận thị trường đầy đủ từ quan điểm đầu tư quốc tế.** Dù có quy mô thị trường như vậy, nhưng Việt Nam vẫn được phân loại là thị trường cận biên, trong khi các nước ASEAN-5 khác đều đã là các thị trường mới nổi hoặc cao hơn. Như trình bày trong phần trước về thị trường cổ phiếu, cần thực hiện những cải tiến lớn liên quan đến khả năng tiếp cận đến thị trường cổ phiếu Việt Nam trước khi có thể trông đợi bất kỳ sự nâng hạng nào. Nếu những cải tiến thành công đủ để xét nâng hạng lên thị trường mới nổi, và các cơ quan quản lý tận dụng được những cơ hội từ việc nâng hạng này đem đến, thì có thể thu hút thêm 25 tỉ đô la Mỹ vào thị trường Việt Nam.

**145. Do vậy, để có thể mời gọi được các nhà đầu tư quốc tế lớn đến với thị trường Việt Nam, cần có những cải cách toàn diện.** Không chỉ các tổ chức phát hành cần phải đủ hấp dẫn, môi trường tổng thể thuận lợi và hạ tầng thị trường cần phải vững mạnh. Cần có sự ổn định về quản lý và pháp lý, thực thi nghiêm minh, bảo vệ nhà đầu tư, minh bạch về giá và công bố thông tin, và khả năng tiếp cận (bao gồm thanh khoản của các công cụ và đồng tiền) cũng như hạ tầng giao dịch và thanh toán hiệu quả và đáng tin cậy.

**146. Các nhà đầu tư nước ngoài cũng bị tác động bởi những phê duyệt/chấp thuận do cơ quan quản lý yêu cầu trong và ngoài thị trường vốn.** Những quy trình này sẽ được miêu tả chi tiết hơn ở phần sau của báo cáo và UBCKNN đã cố gắng để làm cho một số những quy trình này được thuận lợi, nhưng nhìn tổng thể thì vẫn còn tương đối gian truân. Thu hút nguồn đầu tư ổn định nước ngoài sẽ phục vụ rất nhiều cho lợi ích của Việt Nam, đặc biệt liên quan đến nhu cầu cho tài chính bền vững như sẽ được trình bày dưới đây. Giải quyết những vấn đề này sẽ cần hành động phối hợp bởi một số các cơ quan.



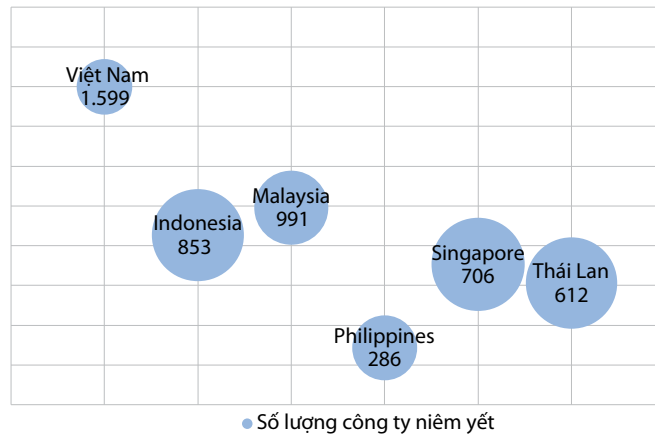


|#3:

## TỔ CHỨC PHÁT HÀNH

147. Các tổ chức phát hành là những người sử dụng chính yếu của thị trường vốn, khi họ thực hiện huy động vốn cho các hoạt động và dự án của mình. Họ tạo ra và cung cấp các công cụ được mua và giao dịch bởi các nhà đầu tư và được coi là “bên cung” của thị trường. Các tổ chức phát hành chính trên thị trường vốn của Việt Nam là chính phủ và các doanh nghiệp (tài chính và phi tài chính). Khi thị trường phát triển, những nhu cầu cụ thể hơn đối với việc huy động vốn có thể xuất hiện, do vậy các loại hình tổ chức phát hành có thể mở rộng thêm. Trong tương lai, họ có thể bao gồm tổ chức vì mục đích đặc biệt (SPV) là các công ty hay tổ chức được thành lập vì mục đích duy nhất là huy động vốn cho dự án nhất định. Báo cáo này sẽ tập trung vào các tổ chức phát hành là doanh nghiệp; thuật ngữ “tổ chức phát hành” trong phần này do vậy nói đến các tổ chức phát hành là các doanh nghiệp.

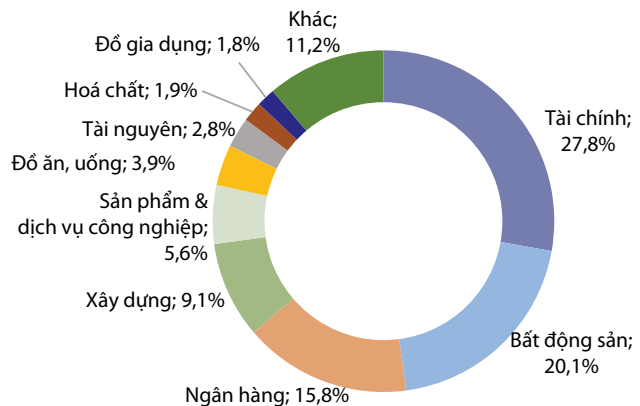
**BIỂU 27. Số lượng các công ty niêm yết so với quy mô thị trường cổ phiếu so sánh giữa các nước**



Nguồn: FiinGroup, sở giao dịch chứng khoán các nước

**148. Thị trường vốn Việt Nam có tiềm năng lớn để phát triển thêm khi có nhiều các tổ chức phát hành thực tế và tiềm năng.** Trên thị trường cổ phiếu, có 743 công ty niêm yết trên hai Sở HOSE và HNX, cộng với 856 công ty đăng ký giao dịch trên UPCOM.<sup>74</sup> Đây là con số tương đối lớn so với quy mô của nền kinh tế và so với các thị trường khác trong khu vực (Biểu 27). Quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước đã và đang diễn ra được hơn mười năm đã đóng góp quan trọng vào việc tăng số lượng các công ty đại chúng, khi cổ phiếu của các doanh nghiệp này được niêm yết hoặc đăng ký giao dịch. Trên thị trường trái phiếu, ước tính có trên 827 doanh nghiệp phát hành tính đến thời điểm hiện tại, điều này cho thấy nhu cầu thực cho việc tiếp cận vốn từ thị trường vốn. Nhóm các tổ chức phát hành theo ngành nghề được trình bày trong Biểu 28 và 29 lần lượt cho phát hành cổ phiếu và trái phiếu.

**BIỂU 28. Các tổ chức phát hành cổ phiếu chia theo ngành nghề, 2020-2022**



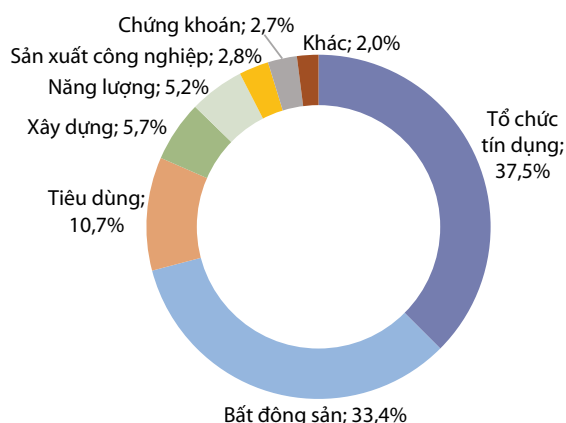
Nguồn: FiinGroup

**149. Mặc dù số lượng lớn các tổ chức phát hành có thể phản ánh khả năng tiếp cận của thị trường vốn Việt Nam cho khu vực doanh nghiệp, điều này chưa cho thấy mức độ phát triển của thị trường.** Khả năng các tổ chức phát hành tiếp cận thị trường cao sẽ thúc đẩy

74 05/2022, HNX và HSX.

môi trường để thị trường vốn có thể bổ sung và thậm chí cạnh tranh với khu vực ngân hàng trong việc cung cấp vốn cho khu vực tư nhân. Đổi lại, sự cạnh tranh lành mạnh giữa hai nguồn cấp vốn có thể giúp giảm đi chi phí huy động vốn, cải thiện khả năng sinh lời của đầu tư doanh nghiệp, và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, số lượng lớn các tổ chức phát hành như hiện có không hẳn phản ánh mức độ phát triển của thị trường vốn, đặc biệt khi các tổ chức phát hành có chất lượng thấp.

**BIỂU 29. Phân chia theo ngành về phát hành trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2020-2022**



Nguồn: VBMA

## Chất lượng tổ chức phát hành và công bố thông tin

**150. Chất lượng của các tổ chức phát hành - về quản trị và công bố thông tin - quan trọng hơn là số lượng cho phát triển thị trường.** Trong bối cảnh này, chất lượng không có nghĩa là các công ty sẽ luôn luôn phải tăng trưởng và có lãi. Thực tế, có nhiều doanh nghiệp ở các mức độ rủi ro khác nhau và với các vị thế thị trường khác nhau sẽ tốt hơn do có thể cung cấp cho các nhà đầu tư đa dạng các lựa chọn đầu tư (các công ty lớn, ổn định so với các công ty nhỏ tăng trưởng cao, những công ty dẫn dắt thị trường so với những công ty đang vươn lên, những ngành dựa nhiều vào vốn so với những ngành đổi mới sáng tạo). Năng lực của các nhà đầu tư đo lường được đầy đủ các rủi ro của tổ chức phát hành là điều tối quan trọng, việc này có thể được thúc đẩy thông qua chất lượng công bố thông tin đủ tốt. Chất lượng công bố thông tin (được xác định bởi tính chính xác, kịp thời, và công bằng cho tất cả cá nhà đầu tư) là một khía cạnh quan trọng của chất lượng quản trị cũng như cách tiếp cận của tổ chức phát hành đối với sự minh bạch và trách nhiệm.

**151. Chất lượng các tổ chức phát hành và sự phát triển thị trường vốn sẽ củng cố lẫn nhau.** Có nhiều tổ chức phát hành chất lượng thấp sẽ không đem lại hiệu quả cho phát triển thị trường do họ sẽ khiến thị trường dễ bị thao túng, sai lệch về giá và lạm dụng. Hơn nữa, chất lượng thông tin kém cũng khiến thị trường kém hấp dẫn đối với nhà đầu tư, họ sẽ cần áp dụng 'chiết khấu' cao đối với chứng khoán khi họ mua để bù đắp cho những rủi ro phát sinh thêm từ thông tin không đáng tin cậy. Điều này dẫn đến chi phí vốn cao hơn cho các công ty, thậm chí là công ty tốt khi các nhà đầu tư thận trọng về thị trường. Ngược lại, có các doanh nghiệp được quản trị tốt và chấp hành công bố thông tin sẽ thu hút thêm các nhà đầu tư ở chi phí vốn thấp hơn, và do đó đem lại lợi ích cho tổ chức phát hành.

**152. Có một số cách để nâng cao chất lượng thông tin của tổ chức phát hành trên thị trường Việt Nam.**<sup>75</sup> Để hỗ trợ và tận dụng sự giám sát các nhà phát hành bởi các cơ quan chức năng, bao gồm việc kiểm tra khi cần thiết, những biện pháp này bao gồm những điểm sau:

- Thiết lập chức năng quan hệ nhà đầu tư (IR) ở các tổ chức phát hành. Chức năng quan hệ nhà đầu tư (IR) là chức năng riêng trong tổ chức phát hành để phục vụ các nhà đầu tư và đảm bảo họ nhận được những thông tin chính xác, kịp thời, và công bằng. Thị trường có thể xây dựng các thông lệ chuẩn cho chức năng IR, có thể là cao hơn so với yêu cầu tối thiểu bởi các quy định pháp luật, như cách thức giải quyết với thông tin nhạy cảm và cách thức cho phép các nhà đầu tư khác nhau tiếp cận các loại thông tin khác nhau. Hiệp hội những người làm công tác quan hệ nhà đầu tư sẽ có ích cho việc xây dựng ra các tiêu chuẩn được cả tổ chức phát hành và nhà đầu tư chấp nhận.
- Thúc đẩy thông lệ công bố thông tin song ngữ cả tiếng Việt và tiếng Anh. Khi Việt Nam đang mong muốn được lên thị trường mới nổi, việc tiếp cận cho các nhà đầu tư quốc tế là tối quan trọng. Công bố thông tin song ngữ giúp cải thiện công bằng về thông tin và giúp giảm đi ‘yếu tố khâu trừ’ mà các nhà đầu tư quốc tế hiện đang gặp phải trên thị trường vốn Việt Nam.
- Hướng đến đồng nhất Chuẩn mực kế toán Việt Nam theo Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế. Việc các báo cáo tài chính dễ hiểu đối với các nhà đầu tư quốc tế và có thể so sánh với các thị trường khác sẽ giúp thị trường Việt Nam dễ dàng tiếp cận hơn cho các nhà đầu tư quốc tế.

**153. Điều quan trọng là những biện pháp này cần phải được sát sao thực hiện, ngay cả khi chưa có yêu cầu bởi quy định pháp luật.** Yêu cầu tất cả các tổ chức phát hành phải thực hiện báo cáo áp dụng tất cả các biện pháp này có thể là không thực tế trong ngắn hạn do một số công ty có thể chưa sẵn sàng, nhưng họ cần được khuyến khích thực hiện. Cần thành lập một nhóm các tổ chức phát hành chất lượng cao, bao gồm các công ty cam kết tự duy trì các tiêu chuẩn cao về quản trị và công bố thông tin, có thể được thành lập bởi chính các công ty hoặc do Sở GD&ĐT. Khi công ty trong nhóm này sẽ nhận được nhiều sự chú ý hơn từ các nhà đầu tư tổ chức trong nước và quốc tế, có thể sẽ có các công ty khác cũng muốn áp dụng cùng tiêu chuẩn cao như vậy, việc này giúp nâng cao chất lượng toàn bộ thị trường.

## Chính sách và giám sát đối với tổ chức phát hành

**154. Chính sách cần tạo điều kiện cho tất cả các loại hình doanh nghiệp cần tiếp cận đến thị trường vốn, bao gồm các doanh nghiệp lớn và nhỏ, nhà nước và tư nhân, niêm yết và chưa niêm yết.** Các doanh nghiệp nên có khả năng huy động vốn từ thị trường vốn thông qua

<sup>75</sup> Chất lượng công bố thông tin và thực hành quản trị doanh nghiệp trong khu vực được đánh giá trong Báo cáo đánh giá thể điểm quản trị công ty ASEAN 2019 (xuất bản năm 2021), cho thấy rằng chỉ có 82 trên 750 doanh nghiệp niêm yết công bố tài liệu cho nhà đầu tư bằng tiếng Anh, Deloitte cũng đã báo cáo rằng có chưa đến 3% các công ty đại chúng được khảo sát sử dụng IFRS.

các kênh phù hợp để có thể đóng góp vào một thị trường vốn đa dạng. Mặc dù các tổ chức phát hành trên thị trường cổ phiếu phải là các công ty đại chúng, các công ty chưa đại chúng (bao gồm các công ty tư nhân và nhà nước, dù phát hành qua chào bán ra công chúng hay riêng lẻ) nên được tiếp cận đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp

**155. Tất cả các tổ chức phát hành đều là thành phần của thị trường vốn và do đó cần phải được bao hàm trong các chính sách và quy định.** Trong khi trách nhiệm giám sát giao cho UBCKNN theo Luật chứng khoán chỉ tập trung vào các công ty đại chúng và chứng khoán chào bán ra công chúng, cơ quan quản lý nên xem xét đến tổng thể thị trường vốn để đảm bảo phát triển lành mạnh. Phát hành riêng lẻ chứng khoán cần phải được giám sát thích hợp do hình thức này có thể bị lợi dụng hoặc sử dụng để che giấu việc phân phối ra công chúng các chứng khoán mà phải chịu những yêu cầu nghiêm ngặt hơn nếu được thực hiện chào bán ra công chúng. Thậm chí nếu các tổ chức phát hành trên thị trường phát hành riêng lẻ không phải công ty báo cáo ra đại chúng và do vậy không thuộc giám sát của UBCKNN, thì hoạt động trên thị trường phát hành riêng lẻ vẫn cần phải được giám sát thông qua các trung gian thị trường cung cấp các dịch vụ phát hành chứng khoán. Khi các phát hành trái phiếu riêng lẻ được báo cáo cho Sở GDCK để thực hiện hồ sơ và xử lý dữ liệu thị trường tập trung (Bảng 5), việc thông báo trực tiếp cho UBCKNN có thể giúp tăng cường giám sát.

**BẢNG 5. Ma trận các phê duyệt quản lý**

	Cổ phiếu		Trái phiếu doanh nghiệp	
	Chào bán ra công chúng	PH riêng lẻ	Chào bán ra công chúng	PH riêng lẻ
<b>Công ty đại chúng</b>	Phê duyệt bởi UBCKNN	Báo cáo cho UBCKNN (để không có phản đối)	Phê duyệt bởi UBCKNN	Thông báo cho Sở GDCK
<b>Các công ty không phải đại chúng (tư nhân)</b>	N/A (không thể, trừ khi chuyển thành công ty đại chúng)	Không được quản lý bởi các quy định về chứng khoán (nhưng tuân theo Luật doanh nghiệp)	Phê duyệt bởi UBCKNN	Thông báo cho Sở GDCK

**156. Số lượng lớn các công ty đại chúng thuộc thẩm quyền giám sát của UBCKNN tạo ra vấn đề về năng lực cho cơ quan này, nên cần có sự phân bổ khôn ngoan các nguồn lực dựa trên rủi ro.** Giám sát tất cả các công ty đại chúng thường xuyên sẽ mất rất nhiều nguồn lực, đặc biệt là thời gian của nhân sự của UBCKNN. Khi cổ phần của công ty đại chúng có thể được giao dịch trên thị trường đại chúng mà không có được sự giám sát phù hợp, thị trường sẽ dễ bị lạm dụng. Giám sát dựa trên rủi ro, theo đó các nguồn lực được phân bổ theo mức độ rủi ro, có thể được áp dụng đối với các tổ chức phát hành. Tương tự, cần phải hợp lý hoá số lượng doanh nghiệp chịu sự giám sát của UBCKNN. Việc này sẽ giúp cho việc định hướng các nguồn lực đến những nơi cần thiết nhất.

**157. Một cách để giảm thiểu rủi ro hệ thống bởi số lượng lớn các công ty có cổ phần có thể giao dịch được trên thị trường là đưa ra những phân biệt rõ ràng về các nhóm và điều chỉnh cách thức các nhà đầu tư có thể tiếp cận đến những nhóm thị trường này.** Như đề cập ở trên, thị trường cổ phiếu tại Việt Nam bao gồm 3 thị trường khác nhau với các quy chế khác nhau (HOSE, HNX, và UPCOM), nhưng không có sự phân biệt về khả năng tiếp cận cho công chúng đầu tư. Do thị trường UPCOM không phải là thị trường niêm yết, việc tiếp cận cần phải được hạn chế.

**158. Hợp lý hoá số lượng các công ty chịu sự giám sát của UBCKNN cũng rất quan trọng khi xét đến việc những công ty không có cổ đông đại chúng thực sự hoặc không quan tâm đến huy động vốn từ công chúng thì không cần có sự giám sát sát sao.** Điều này có thể thực hiện được qua một số các biện pháp, trong đó có việc thúc đẩy việc “tư nhân hóa” đối với các công ty không đáp ứng yêu cầu là công ty đại chúng và những công ty không hứng thú với việc tìm kiếm nguồn vốn từ công chúng. Nhiều công ty đại chúng tại Việt Nam xuất hiện thông qua quá trình cổ phần hoá. Quá trình này khác với việc “trở thành đại chúng” thực sự khi công ty phát hành cổ phiếu mới ra công chúng trong nỗ lực tăng vốn. Trong quá trình cổ phần hoá, mục đích chính là giúp chính phủ bán được một phần cổ phần cho công chúng. Khi công ty không muốn phát hành cổ phiếu mới ra công chúng và các cổ đông sau cổ phần hoá đều là các liên kết hoặc người nội bộ (như ban lãnh đạo, người lao động), thì không cần thiết cho công ty phải trở thành hoặc duy trì là công ty đại chúng. Quá trình ‘tư nhân hóa’ cần phải được làm rõ ràng và minh bạch.





|#4:

## TRUNG GIAN THỊ TRƯỜNG

159. Giống như các thị trường vốn khác, Việt Nam có nhiều loại trung gian thị trường, nhưng có 3 nhóm chính nổi bật liên quan đến phát triển thị trường trong trung hạn: các công ty chứng khoán, ngân hàng, và các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Các trung gian khác được đề cập chi tiết trong các phần liên quan của báo cáo này, như các công ty quản lý quỹ đề cập trong chương về nhà đầu tư.

## Công ty chứng khoán

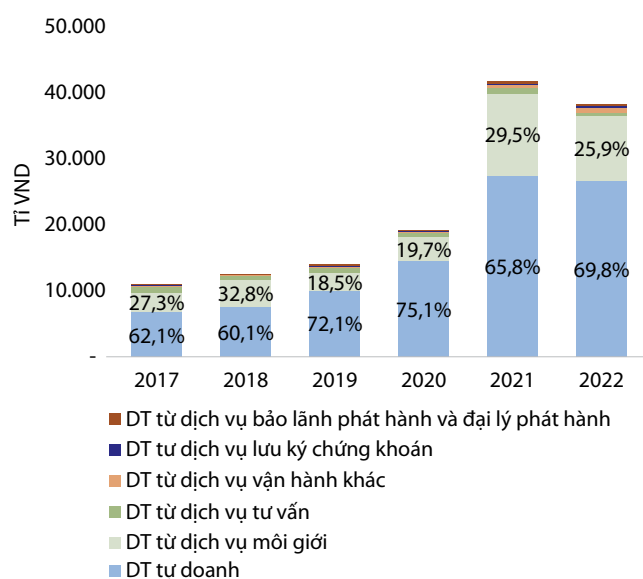
**160. Các công ty chứng khoán do UBCKNN cấp phép và có thể thực hiện hàng loạt các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán.** Các nghiệp vụ bao gồm: môi giới, tự doanh, lưu ký, bảo lãnh phát hành, và tư vấn đầu tư. Tính đến cuối năm 2021, có 83 công ty chứng khoán.<sup>76</sup> Doanh thu của ngành đã tăng trưởng nhanh và mạnh; tổng doanh thu vào năm 2021 đạt 76 nghìn tỉ đồng (3,2 tỉ đô la Mỹ), mức nhảy vọt gần 120% từ năm 2020. Trong số này, 40% đến từ tự doanh và 26% đến từ môi giới. (Biểu 30 thể hiện doanh thu của top 10 công ty chứng khoán). Lợi nhuận sau thuế cũng gấp đôi lên đến 25 nghìn tỉ đồng (1,1 tỉ đô la Mỹ), trước khi giảm xuống còn 9 nghìn tỉ đồng (0,4 tỷ đô la Mỹ). Đặc biệt, giao dịch ký quỹ đã tăng với giá trị các khoản vay giao dịch ký quỹ tăng gấp đôi trong năm 2021 lên 104 nghìn tỉ đồng (4,3 tỉ đô la Mỹ) nhưng giảm xuống 63 nghìn tỉ (2,6 tỉ đô la) trong năm 2022.

**161. Mặc dù số lượng các công ty chứng khoán được cấp phép vẫn duy trì cao từ năm 2009, thị trường bị chiếm lĩnh bởi mười công ty chịu trách nhiệm lên đến 2/3 giao dịch trên thị trường.**<sup>77</sup> Điều này cũng phản ánh trên doanh thu, trong đó 10 công ty hàng đầu chiếm 62% tổng doanh thu của ngành.

### Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**162. Trong những năm gần đây, các cơ quan quản lý đã chú ý đến chất lượng về quản trị, hệ thống, và tài chính ở các công ty chứng khoán, và đã có hành động để loại bỏ những công ty yếu kém.** Quyết định 242/QĐ-TTg (2019) của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đề án “Tái cấu trúc thị trường chứng khoán và bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025”, theo đó các công ty chứng khoán được phân loại ra làm 04 nhóm: lành mạnh, bình thường, yếu kém, và không còn khả năng phục hồi. Tính đến 31/12/2020, trong số 81 công ty, 27 công ty được phân loại là “lành mạnh”, với tình hình tài chính tốt, hoạt động có lợi nhuận, và trong 80% thị phần.

BIỂU 30. Doanh thu top 10 các công ty chứng khoán



Nguồn: FiinGroup

<sup>76</sup> FiinGroup.

<sup>77</sup> FiinGroup.

**163. Theo đề án tài cấu trúc này, sẽ có sự chuyển biến về sở hữu bởi các tổ chức tài chính được quản lý tốt và các tổ chức có tiềm lực tài chính.** Tính đến 31/21/2020, có 20 công ty chứng khoán có sở hữu trên 5% bởi các tổ chức tín dụng, trong số đó 12 công ty có sở hữu trên 51% bởi các tổ chức tín dụng. Có 31 công ty chứng khoán có sở hữu nước ngoài trên 5%, trong đó 15 công ty có sở hữu nước ngoài trên 50%. Cơ quan quản lý tin tưởng rằng việc này sẽ góp phần cải thiện chất lượng hoạt động và tài chính của các công ty, và các công ty cũng đã mở rộng và đa dạng hoá các dịch vụ, bao gồm phái sinh, tư vấn bên mua, tư vấn bảo lãnh, và thậm chí cả fintech.

---

## Các ngân hàng đóng vai trò trung gian

**164. Một số ngân hàng thương mại ở Việt Nam cũng đóng vai trò trung gian thị trường vốn, bao gồm những vai trò nổi trội nhất là đại lý phát hành trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường nội địa.** Có ít nhất bảy (07) ngân hàng thương mại có các công ty chứng khoán và các công ty quản lý đầu tư là công ty con hoặc liên kết. Hầu hết những ngân hàng này tiến hành những hoạt động này thông qua các công ty con chuyên về kinh doanh chứng khoán, cho dù nhiều trong số đó sử dụng cơ sở vật chất của ngân hàng mẹ (các chi nhánh) cũng như nhân viên hoặc cho phép nhân viên công ty chứng khoán làm việc tại chi nhánh ngân hàng để khởi tạo nhu cầu về chứng khoán, giới thiệu trái phiếu doanh nghiệp cho người gửi tiền như là một phương án tiết kiệm thay thế với lợi suất cao hơn.

**165. Sự tham gia của các ngân hàng làm trung gian cho các giao dịch trên thị trường vốn là động lực tích cực cho sự phát triển của thị trường vốn.** Các ngân hàng thường có nguồn lực (về tài sản, vốn, và chuyên môn) cũng như cơ sở khách hàng lớn hơn so với các công ty chứng khoán độc lập. Năng lực tận dụng các nguồn lực cũng như cơ sở khách hàng ở cả hai bên của bảng cân đối kế toán (bên vay và bên gửi tiền) giúp thị trường tăng trưởng lành mạnh. Thường ở các nước khác là các ngân hàng lấn át các sản phẩm trên thị trường vốn, nhưng lại không muốn thúc đẩy phát triển do lo sợ cạnh tranh từ thị trường vốn đối với sản phẩm chính của ngân hàng, ví dụ như tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, tình hình này ở Việt Nam lại khác: các ngân hàng tích cực thực hiện trung gian các sản phẩm của thị trường vốn, ngay cả khi các hoạt động được thực hiện thông qua các công ty con của họ. Sự quan tâm của ngân hàng đối với vai trò trung gian là một yếu tố mạnh mẽ cho sự phát triển của thị trường vốn của Việt Nam.

## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**166. Giống như kinh doanh chứng khoán, hoạt động của các ngân hàng làm trung gian trên thị trường vốn đòi hỏi có sự giám sát thích hợp.** Thiếu sự giám sát toàn diện và rõ ràng có thể dẫn đến những kẽ hở pháp luật và tích tụ rủi ro trong các khía cạnh chưa được giám sát của thị trường, ví dụ như có tiềm ẩn việc bán không đúng các sản phẩm thị trường chứng khoán như trái phiếu doanh nghiệp và quỹ đầu tư cho các khách hàng của ngân hàng. Những sản phẩm này khác biệt rất lớn với tiền gửi ngân hàng, nhưng khách hàng không có thông tin đầy đủ về rủi ro của sản phẩm. Nhân viên của ngân hàng cần được đào tạo và có thể phải được

cấp phép trước khi họ có thể bán những sản phẩm đó. Các công ty chứng khoán, là những trung gian điển hình trên thị trường vốn, cần phải được cấp phép và giám sát liên tục bởi UBCKNN. Đối với các ngân hàng, hoạt động trung gian trên thị trường chứng khoán được thực hiện theo các quy định của pháp luật theo quy định tại Luật Chứng khoán và Luật các Tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, việc giám sát hoạt động các ngân hàng như những trung gian trên thị trường chứng khoán có thể được cải thiện, ví dụ thông qua đào tạo và cấp phép, cũng như bằng việc ban hành hướng dẫn về hoạt động đối với bất cứ nhân sự nào tham gia vào việc kinh doanh/bán hoặc phân phối chứng khoán, bao gồm cả nhân viên ngân hàng. Xét đến sự tương tác giữa ngân hàng và lĩnh vực chứng khoán, sự phối hợp giữa UBCKNN (cơ quan giám sát thị trường chứng khoán) và NHNN (cơ quan giám sát các ngân hàng) rất quan trọng.

---

## Tổ chức xếp hạng tín nhiệm

**167. Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm (CRA) là thành viên quan trọng trong quá trình trung gian do họ cung cấp thông tin tín nhiệm về các tổ chức phát hành cho các nhà đầu tư tiềm năng.** Hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường vốn, bao gồm các nhà đầu tư tổ chức, đều không phải là tổ chức tín dụng và không có phân tích tín dụng trong hoạt động cốt lõi. Do vậy, việc xếp hạng và phân tích do CRA cung cấp là nguồn đầu vào quan trọng cho các quyết định đầu tư. Trên thị trường trái phiếu, các nhà đầu tư không có tiếp cận đầy đủ và trực tiếp đến các thông tin về người vay ngoài những gì được cung cấp trong bản cáo bạch hoặc tài liệu chào bán. Sản phẩm này khác với các khoản vay của ngân hàng khi ngân hàng là bên cho vay thì có thể tiếp cận đầy đủ đến thông tin không công khai của người đi vay. Do đó, vai trò của CRA trên thị trường trái phiếu là đặc biệt quan trọng trong việc trung chuyển những thông tin quan trọng.

**168. Tính đến hiện tại, xếp hạng tín nhiệm vẫn chưa bắt buộc đối với trái phiếu và đến nay chưa có trái phiếu nào được xếp hạng; từ 1/2024, xếp hạng tín nhiệm được kỳ vọng là bắt buộc đối với tất cả các trái phiếu phát hành riêng lẻ chào bán cho cá nhân.**<sup>78</sup> Việt Nam có hai tổ chức xếp hạng tín nhiệm đã được cấp phép, và cả hai đều là công ty trong nước, dù một trong số này có hợp tác kỹ thuật với một CRA quốc tế. Các CRA quốc tế khác đã bày tỏ quan tâm đến việc thành lập ở Việt Nam, và một tổ chức đã lập liên doanh với tổ chức tài chính trong nước để xin giấy phép CRA.

## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**169. Khung pháp lý cho các CRA có thể được cải thiện bằng cách tập trung vào chất lượng của họ.** Với những cơ hội kinh doanh không chắc chắn cho các CRA tại Việt Nam, những yêu

---

<sup>78</sup> Nghị định 65/2022/ND-CP ngày 16/09/2022 đưa ra yêu cầu có xếp hạng tín nhiệm đối với trái phiếu phát hành riêng lẻ được bán cho nhà đầu tư cá nhân từ 1/1/2023, dù vậy quy định này được hoãn thực hiện 1 năm theo quy định của Nghị định 08/2023ND-CP ngày 5/3/2023.

cầu hành chính nghiêm ngặt—như yêu cầu về vốn tối thiểu lớn và số lượng nhân viên lớn cho một số chức năng—có thể trở thành rào cản cho sự tham gia của các CRA quốc tế. Quy định có thể được đưa ra quá cao dựa trên quan điểm rằng các cơ hội kinh doanh không chắc chắn cho tổ chức xếp hạng, vì chưa có trái phiếu nào được xếp hạng. Đây giống như câu chuyện con gà - quả trứng, vì sẽ không có xếp hạng tự nguyện nếu không có CRA đáng tin cậy, và cũng không có CRA nào hoạt động nếu không có nhu cầu cho dịch vụ xếp hạng. Việc khung pháp lý nên tập trung vào chất lượng của các cơ quan đánh giá tín dụng là quan trọng, bao gồm tính minh bạch trong phương pháp đánh giá, quản lý xung đột lợi ích, và trình độ chuyên môn của các nhà phân tích hay ủy ban phân tích, v.v.

**170. Nhu cầu đánh giá tín dụng có thể được tăng cường bằng cách cải thiện sự phù hợp giữa các động lực đánh giá.<sup>79</sup>** Các tổ chức phát hành sẽ chi trả cho dịch vụ xếp hạng nếu họ nhận thấy được lợi ích rõ ràng từ đó hoặc nếu các nhà đầu tư yêu cầu. Hiện tại, không có áp lực đối với các trái phiếu phải được xếp hạng do nhà đầu tư chưa có được vị thế đàm phán tốt cũng như thiếu mức độ tinh vi. Trong tình huống này, việc đưa ra các quy định kích thích cầu đối với xếp hạng sẽ hữu ích. Đề xuất yêu cầu đánh giá cho các đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ bán cho nhà đầu tư cá nhân cũng sẽ hỗ trợ việc này.

**171. Chỉ một phần nhỏ các trái phiếu được yêu cầu có xếp hạng.** Đó là trái phiếu chào bán ra công chúng của các tổ chức phát hành có phát hành trái phiếu trong cùng năm nhiều hơn 50% của cổ phiếu, hoặc tổng trái phiếu đang lưu hành của tổ chức phát hành vượt quá 100% cổ phần.<sup>80</sup> Trên thực tế, đây được xem là tín hiệu cho thấy rằng công ty quá rủi ro và do vậy trong trường hợp này không được phép phát hành thêm trái phiếu. Ngoài ra, yêu cầu cũng chỉ áp dụng đối với trái phiếu chào bán ra công chúng, trong khi trái phiếu chào bán ra công chúng chỉ chiếm chưa đến 5% tổng trái phiếu đã phát hành.

**172. Cần phải yêu cầu bắt buộc có xếp hạng tín nhiệm vì việc này sẽ gia tăng giá trị và bảo vệ nhà đầu tư.** Việc này dành cho thị trường trái phiếu phát hành ra công chúng khi xét đến các nhà đầu tư kém tinh vi và không thể tự phân tích các rủi ro tín dụng. Yêu cầu này cũng có thể được mở rộng sang các trái phiếu phát hành riêng lẻ, khi đó các trái phiếu được bán lẻ cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Việc này sẽ giúp cho các cơ quan quản lý giảm thiểu bất cứ tiêu chí chấp thuận nào đối với trái phiếu dựa trên cơ sở các chỉ tiêu tài chính vì đó là một phần của phân tích xếp hạng.

**173. Các cơ quan quản lý nên tích hợp việc xếp hạng vào các quy định về đầu tư và thận trọng của các nhà đầu tư tổ chức, ưu tiên xử lý các trái phiếu được xếp hạng.** Ví dụ, các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm có thể được phép mua hoặc nắm giữ nhiều các trái phiếu

---

79 Nhà đầu tư là người sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm, nhưng các CRA được lựa chọn và trả tiền bởi các tổ chức phát hành. Đây được gọi là mô hình TCPH chi trả và nó là mô hình phổ biến trên toàn cầu. Về lý thuyết, mô hình nhà đầu tư chi trả, theo đó nhà đầu tư chi trả cho việc xếp hạng có thể phù hợp hơn, nhưng nó cũng có những vấn đề: (i) TCPH có thể không đồng ý đối với những cuộc phỏng vấn chuyên sâu hoặc những đề nghị cung cấp dữ liệu sâu rộng (ii) việc xếp hạng có thể chỉ sẵn có đối với một số nhà đầu tư nhất định.

80 Nghị định 55/2020/NĐ-CP.

đã xếp hạng hơn các trái phiếu chưa được xếp hạng. Ngân hàng có thể giảm tỉ trọng rủi ro đối với những trái phiếu được xếp hạng. Điều này sẽ làm tăng nhu cầu cho những trái phiếu được xếp hạng bởi những tổ chức này và khuyến khích các tổ chức phát hành thực hiện xếp hạng.

**174. Các cơ quan quản lý cũng cần đánh giá và sửa đổi những yêu cầu hành chính đối với việc thành lập CRA.** Các CRA khu vực và quốc tế nên có khả năng được thành lập ở Việt Nam bằng cách tận dụng các nhà phân tích tín dụng và các chức năng khác (như tuân thủ) đặt ở những nước khác. Các yêu cầu nên tập trung vào chất lượng quản trị CRA và về phương pháp xếp hạng phù hợp được công bố và kiểm tra công khai.





1#5:

## HẠ TẦNG THỊ TRƯỜNG

**175. Các hạ tầng thị trường tài chính (FMI) đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính và nền kinh tế nói chung.** Chúng hỗ trợ cho việc thanh toán, bù trừ và ghi nhận các giao dịch. Nếu chúng thực hiện các chức năng của mình theo các đầy đủ và an toàn, chúng có thể giúp củng cố các thị trường mình tham gia. Tuy nhiên, nếu không được quản lý tốt, chúng có thể tạo ra những rủi ro lớn cho hệ thống tài chính và có thể là nguồn lan truyền tiềm ẩn, đặc biệt trong những thời gian có căng thẳng thị trường.<sup>81</sup>

<sup>81</sup> Tham khảo OICV-IOSCO Nguyên tắc các hạ tầng thị trường tài chính, tháng 4/2012, để tìm hiểu thêm.

**176. Ngoài FMIs, một hạ tầng giao dịch vận hành tốt cũng rất quan trọng trong hỗ trợ phát triển thị trường vốn.** Sở GDCK là tổ chức cung cấp môi trường được tổ chức và quản lý cho các nhà đầu tư thực hiện giao dịch và thanh toán các công cụ tài chính. Các công ty có thể phát hành những công cụ thu nhập cố định và cổ phiếu và huy động vốn để đầu tư vào các dự án và hoạt động kinh doanh của mình. Mặt khác, các nhà đầu tư phân bổ các nguồn lực với mong muốn có lợi nhuận. Sở hoạt động như một trung gian giữa cả hai bên. UBCKNN giám sát tất cả các nhà cung cấp hạ tầng chủ chốt, bao gồm Sở GDCK và các FMIs.

**177. Hiện tại, các tổ chức chính tại Việt Nam hỗ trợ hoạt động giao dịch, lưu ký, bù trừ, thanh toán gồm:**

- (i) Hai Sở GDCK là **Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE)** và **Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX)**, mỗi Sở này đều tổ chức giao dịch cho tất cả các loại chứng khoán. Cả hai Sở này đã được đưa vào một cấu trúc nằm dưới **Sở GDCK Việt Nam (VNX)**, trong đó trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và phái sinh được giao dịch trên HNX, còn cổ phiếu trên HOSE.<sup>82</sup> Hệ thống giao dịch của HOSE tương đối lỗi thời và đã chạm ngưỡng giao dịch tối đa, điều này có nghĩa là việc tạm ngừng/ngheñ giao dịch có thể xảy ra khi các giao dịch tiền và chứng khoán đạt đến giới hạn của hệ thống<sup>83</sup>, làm mất đi lòng tin của nhà đầu tư do có thể không thực hiện được giao dịch chứng khoán khi thị trường biến động cao. Hệ thống giao dịch đang được cập nhật bằng việc triển khai hệ thống giao dịch của Sở GDCK Hàn Quốc (KRX). Nhưng hiện thời, HOSE vẫn sử dụng bản nâng cấp của hệ thống hiện giao dịch đang vận hành.<sup>84</sup> Với hệ thống này, Sở GDCK có thể xử lý lên đến 5 triệu lệnh mỗi ngày (so với 900.000 lệnh/ngày trước đây).
- (ii) **Trung tâm Lưu ký Chứng khoán (VSD)** là trung tâm lưu ký chứng khoán duy nhất ở Việt Nam và thực hiện đăng ký cho tất cả các chứng khoán được giao dịch, bao gồm cả trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu. Tất cả các chứng khoán được lưu giữ dưới dạng phi vật chất. VSD cũng chịu trách nhiệm thanh toán, bù trừ cho tất cả các giao dịch chứng khoán. VSD sẽ sớm được chuyển đổi thành Tổng công ty lưu ký bù trừ Việt Nam<sup>85</sup>, bổ sung chức năng CCP vào vai trò hiện tại của VSD.
- (iii) **Ngân hàng Nhà nước** giám sát các hệ thống thanh toán ở Việt Nam và vận hành hệ thống Interbank Real-Time Gross Settlement system (RTGS). NHNN cũng là ngân hàng thanh toán cho các giao dịch trái phiếu Chính phủ, phụ trách mảng thanh toán tiền của những giao dịch này thông qua các tài khoản được mở ở ngân hàng trung ương.
- (iv) **Ngân hàng Đầu tư Phát triển Việt Nam (BIDV)**, một ngân hàng quốc doanh, chịu trách nhiệm thanh toán tiền cho tất cả các giao dịch chứng khoán của doanh nghiệp.
- (v) **Ngân hàng Công thương Việt Nam (Vietinbank)**, một ngân hàng quốc doanh khác, xử lý các giao dịch cho phái sinh.

82 Thông tư 57/2021/TT-BTC. Tính đến cuối năm 2021, HOSE đã kết thúc việc chuyển các trái phiếu doanh nghiệp sang HNX.

83 HOSE bị tạm ngừng giao dịch lần đầu vào ngày 22, 23, 24 tháng 1 năm 2018 do những lỗi của máy chủ. Vào ngày 9/6/2020, hệ thống không thể khớp giá. Vào ngày 1/6/2021, HOSE tạm ngừng 1 ngày giao dịch. Vào ngày 10/1/2022, Gateway - UDP (cổng thông tin thị trường cho các công ty chứng khoán) bị lỗi và hệ thống bị ngheñ.

84 Hệ thống được xây dựng bởi FPT Information System Corporation, công ty này cũng phát triển các hệ thống giám sát giao dịch.

85 Luật chứng khoán mới năm 2019.

---

## Hạ tầng thanh toán chứng khoán

### Thanh toán trái phiếu chính phủ

**178. Phát hành trái phiếu chính phủ được thực hiện thông qua đấu giá và được thanh toán vào ngày tiếp theo sau ngày giao dịch (thanh toán T+1), nhưng chỉ có thể được giao dịch xong sau ngày thanh toán (T+2).** Tất cả các chào mua phải được thực hiện thông qua nhà giao dịch sơ cấp được công nhận - có thể là ngân hàng thương mại hoặc công ty chứng khoán. Ký quỹ tiền trước giao dịch không phải là yêu cầu quản lý, nhưng các nhà giao dịch sơ cấp có thể yêu cầu người mua cung cấp vay ký quỹ lên đến 10% của lệnh đặt mua. Việc thanh toán chậm đến 5 ngày sẽ bị tính lãi phạt. Lệnh mua sẽ bị huỷ nếu sau đó không thanh toán được và có áp dụng phạt. Mặc dù trái phiếu chính phủ được phát hành vào ngày sau phiên đấu giá (để tạo điều kiện cho nhà giao dịch sơ cấp - bên mà thường không thể chuyển trái phiếu sang nhà đầu tư cơ sở cho đến ngày hôm sau), nhưng vẫn chưa thể được giao dịch cho đến ngày sau ngày thanh toán (T+2) khi được niêm yết trên HNX.

**179. Giao dịch trái phiếu chính phủ—phần lớn được thực hiện OTC và báo cáo kết quả cho HNX<sup>86</sup>—yêu cầu ký quỹ trước và phong toả chứng khoán trước giao dịch.** Trước khi bất kỳ lệnh mua nào được thực hiện bởi công ty chứng khoán, các lệnh này phải có đủ tiền trước bởi khách hàng đặt lệnh (“ký quỹ tiền trước giao dịch”). Tương tự, tất cả các lệnh bán chứng khoán phải có chứng khoán nằm trong tài khoản của bên bán, phong toả trước việc chuyển nhượng, để đảm bảo rằng có đủ chứng khoán cho việc thanh toán chuyển giao khi bán (“phong toả chứng khoán trước giao dịch”). Không thực hiện được yêu cầu như vậy có thể dẫn đến việc công ty chứng khoán bị phạt.<sup>87</sup> Các nhà đầu tư có thể nộp chi tiết giao dịch để thanh toán sau đó, nhưng sẽ được yêu cầu ký quỹ trước cho lệnh mua và phong toả trước cho lệnh bán vào ngày trước khi thanh toán.

**180. Tất cả các giao dịch được xác nhận trên hệ thống của HNX được thanh toán bởi VSD trên cơ sở chuyển giao-thanh toán (DvP) thông qua hệ thống của NHNN và VSD.<sup>88</sup>** Quy trình thanh toán vận hành trên cơ sở DvP Mô hình 1 (mỗi giao dịch được xử lý riêng biệt) được điều phối bởi VSD dựa trên thông tin cung cấp bởi hệ thống của HNX, bao gồm phong toả trước chứng khoán trên tài khoản của bên bán *1 ngày trước* ngày thanh toán, chuyển giao tiền giữa bên mua và bên bán vào *chiều hôm sau* và chuyển chứng khoán cho người mua vào *cuối ngày*.

### Thanh toán chứng khoán doanh nghiệp

**181. Giống như trái phiếu chính phủ, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu được thực hiện trên cơ sở ký quỹ tiền trước và phong toả chứng khoán trước, với việc giao dịch**

---

<sup>86</sup> Theo Nghị định 95, giao dịch trái phiếu chính phủ phải được thực hiện trực tiếp hoặc thoả thuận giữa các thành viên sơ cấp (“giao dịch thoả thuận” - thị trường giao dịch thoả thuận put through thông thường) hoặc trên Sở GDCK Hà Nội (thị trường giao dịch thoả thuận put through điện tử).

<sup>87</sup> Theo Thông tư số 30/2019 và quy chế của HNX.

<sup>88</sup> DvP là chuẩn quốc tế cho thanh toán chứng khoán, theo đó các quy trình phải đủ để đảm bảo rằng việc chuyển chứng khoán được thực hiện khi có việc chuyển phần tiền tương ứng và ngược lại để giảm rủi ro thanh toán cho cả hai bên đối tác.

**được thực hiện trên các hệ thống của Sở GDCK và thanh toán 2 ngày sau trên cơ sở DvP.** Quy trình hoạt động dựa trên cơ sở Mô hình 2 (tiền của tất cả các giao dịch trong 1 ngày được đối trừ thành một thanh toán duy nhất). Ký quỹ trước giao dịch được thực hiện bởi ngân hàng lưu ký, họ phong toả tiền trên tài khoản ngân hàng của bên mua và xác nhận việc này với công ty chứng khoán trước khi giao dịch. Phong toả trước chứng khoán trước khi bất cứ giao dịch bán nào được thực hiện bởi VSD theo yêu cầu của công ty chứng khoán. Chuyển tiền và chứng khoán diễn ra vào ngày T+2, cho phép các công ty chứng khoán có thời gian xác định và giải quyết những vấn đề hành chính nảy sinh. Có những hình phạt cao dành cho công ty chứng khoán nếu vấn đề phát sinh do lỗi của công ty.

**182. Ký quỹ trước giao dịch và phong toả chứng khoán trước giao dịch không phải là việc phổ biến ở các thị trường phát triển do việc này ngăn cản các nhà đầu tư chuyển đổi một cách hiệu quả từ một đầu tư này sang đầu tư khác trong cùng một ngày.** Cách thức này là yếu tố cản trở then chốt cho việc thu hút các nhà đầu tư nước ngoài tham gia với khối lượng lớn và cản trở việc nâng hạng của Việt Nam lên thị trường mới nổi theo FTSE Russell và MSCI.

**183. VSD đang tổ chức dự án để triển khai đối tác bù trừ trung tâm (CCP)<sup>89</sup> cho thanh toán chứng khoán doanh nghiệp.** Hệ thống đề xuất này sẽ dựa trên hệ thống giao dịch của KRX và được vận hành thông qua một đơn vị mới trực thuộc VSD. Một bản hướng dẫn vận hành đã được gửi xin ý kiến từ các đối tác chính, bao gồm các thành viên bù trừ tiềm năng, các công ty chứng khoán, và các ngân hàng lưu ký. Tất cả các giao dịch cổ phiếu sẽ được thanh toán qua CCP, nhưng không bao gồm trái phiếu chính phủ. Tất cả việc thanh toán hiện vẫn được thực hiện qua BIDV và phải thanh toán ký quỹ trước giao dịch.

## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**184. Các quy trình thanh toán trái phiếu chính phủ hiện tại không hỗ trợ thanh toán trong ngày (T+0), việc này gây trở ngại cho NHNN thực hiện các hoạt động thanh khoản và tiền tệ hiệu quả.** Nó cũng hạn chế sự phát triển của thị trường repo và liên ngân hàng cũng như hiệu quả chung và khả năng chống chịu của các hệ thống thanh toán thị trường tài chính có tầm quan trọng hệ thống. Ngoài ra, quy trình thanh toán là sự kết hợp giữa các quy trình thủ công và điện tử; việc này làm giảm hiệu quả, tăng chi phí, và không hỗ trợ các giao dịch điện tử hoặc quy trình xử lý thông suốt (straight-through-processing) cho các đối tác có liên quan khác. Ngân hàng Thế giới đã khuyến nghị thực hiện đánh giá toàn diện về khuôn khổ thanh toán sau giao dịch cho trái phiếu chính phủ.

**185. Các quy trình để nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường Việt Nam đòi hỏi nhiều công sức và yêu cầu.** Nhà đầu tư nước ngoài mở tài khoản vốn đầu tư gián tiếp cần phải tham chiếu đến nhiều văn bản quy phạm pháp luật khác nhau.<sup>90</sup> Các cơ quan quản lý nên xem xét để chuẩn hoá những quy trình này và hướng theo các thông lệ quốc tế.

<sup>89</sup> CCP là "một tổ chức đóng vai trò đối tác giữa các bên của hợp đồng trên một hoặc nhiều thị trường tài chính, trở thành người bán cho bên mua và người mua cho bên bán". CCP sẽ chịu toàn bộ rủi ro đối tác.

<sup>90</sup> Ngoài những yêu cầu khác, nhà đầu tư nước ngoài sẽ phải xem xét Thông tư 23/2014/TT-NHNN, Thông tư 02/2019/TT-NHNN.



**186. Cơ chế CCP nhằm cải thiện tính hiệu quả của việc thanh toán và đáp ứng yêu cầu của nhà đầu tư về việc bỏ yêu cầu ký quỹ trước giao dịch, nhưng cần được thiết kế cẩn trọng.** CCP sẽ đảm bảo việc thanh toán cho tất cả người mua và người bán, nhưng sẽ có thêm yêu cầu giảm thiểu rủi ro, bao gồm ký quỹ đủ bởi thành viên bù trừ và cơ chế mua vào trong trường hợp không thực hiện được chuyển giao chứng khoán cho CCP. Để đảm bảo rằng ký quỹ trước giao dịch có thể trở nên không cần thiết và được loại bỏ, thì cần phải cho phép các ngân hàng lưu ký thực hiện bảo đảm thanh toán cho các nhà đầu tư nước ngoài có uy tín. Thậm chí khi có CCP, vẫn còn có yêu cầu ký quỹ cho CCP khoản ký quỹ ban đầu. Khoản ký quỹ ban đầu đó, hiện vẫn chưa được định nghĩa cụ thể, sẽ được áp dụng cho người mua (trong khi người bán phải đảm bảo có đủ chứng khoán trên tài khoản lưu ký của họ vào ngày giao dịch). Điều quan trọng là cho phép các ngân hàng cung cấp khoản ký quỹ đó thay cho các khách hàng của mình, theo điều khoản thương mại và phù hợp với rủi ro tín dụng của ngân hàng. Cho phép các ngân hàng lưu ký đủ điều kiện trở thành thành viên CCP cũng là điều then chốt để giúp giảm chi phí trung gian cho các nhà đầu tư.

---

## Vai trò của các ngân hàng trong hạ tầng thị trường

**187. Các ngân hàng đóng hai vai trò cốt lõi về lưu ký và thanh toán trên các thị trường chứng khoán của Việt Nam.** UBCKNN đã cấp phép cho 14 ngân hàng thương mại làm ngân hàng lưu ký và do đó được nắm giữ tài sản và tiền của các nhà đầu tư và đóng vai trò thành viên của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam. Trên thị trường chứng khoán, BIDV được giao thực hiện thanh toán tiền cho tất cả các giao dịch chứng khoán doanh nghiệp trên cả HOSE và HNX, thay vì thực hiện thanh toán qua các tài khoản tại NHNN.

### Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**188. Vai trò của các ngân hàng lưu ký và ngân hàng thanh toán được kỳ vọng sẽ mở rộng (với các hoạt động bù trừ) khi CCP được triển khai phù hợp với các thông lệ quốc tế.** Đồng thời, các cơ quan chức năng cần giải quyết một số thách thức, đặc biệt là đơn giản hóa quy trình mở tài khoản cho các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán bằng cách loại bỏ các yếu tố không cần thiết và định hướng phù hợp với các tiêu chuẩn quốc tế. Hiện nay, các nhà đầu tư nước ngoài cần hợp pháp hóa lãnh sự các tài liệu do các cơ quan quản lý nước ngoài cấp để mở tài khoản ngân hàng; trong khi chỉ cần công chứng thì có thể sẽ hiệu quả hơn về chi phí. Hơn nữa, Ngân hàng Nhà nước có thể xem xét một hệ thống được công nhận quốc tế, ví dụ SWIFT, cho việc xác nhận các giao dịch ngoại hối. Cuối cùng, một hướng dẫn cụ thể trong quản lý việc mất khả năng thanh toán của các ngân hàng thanh toán hay ngân hàng lưu ký sẽ rất hữu ích.



|#6:

## CƠ QUAN QUẢN LÝ GIÁM SÁT

189. Để các thị trường vốn tăng trưởng bền vững, nhất thiết phải có các cơ quan quản lý giám sát đủ mạnh. Những cơ quan này đưa ra định hướng phát triển thị trường thông qua các chính sách và quy định cũng như hướng dẫn triển khai thông qua giám sát và cưỡng chế thực thi. Các chính sách và các quy định hỗ trợ phát triển thị trường vốn lành mạnh cần đảm bảo cân bằng được giữa một mặt là tạo điều kiện đổi mới sáng tạo về các sản phẩm và dịch vụ, một mặt giảm thiểu đi việc lạm dụng và những mối nguy hại có thể đặt toàn bộ thị trường và hệ thống tài chính vào rủi ro. Mục tiêu chính về quản lý chứng khoán được nêu ra trong Các Mục tiêu và Nguyên tắc về Quản lý Chứng khoán do IOSCO đưa ra (UBCKNN là thành viên



của IOSCO), cụ thể bao gồm (i) bảo vệ nhà đầu tư, (ii) đảm bảo rằng thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch, và (iii) giảm thiểu rủi ro hệ thống.

**190. Việt Nam đã có những tiến triển quan trọng trong việc điều chỉnh các chính sách và quy định pháp luật.** Luật Chứng khoán mới đã được sửa đổi, ban hành và có hiệu lực từ tháng 1/2021. Các bước tiếp theo bao gồm định nghĩa lại về chào bán ra công chúng và chào bán riêng lẻ, cải thiện các cơ chế thanh toán, bù trừ, những yêu cầu về cấp phép chặt chẽ hơn, và cải thiện những định nghĩa về vi phạm trên thị trường, thao túng, và giao dịch nội gián. Các cơ quan quản lý cũng đã tích cực trong việc thiết lập hoặc cải thiện các quy định tạo điều kiện nâng cao tính hiệu quả và các tiêu chuẩn thị trường, đặc biệt về thị trường trái phiếu chính phủ (như tăng cường các cơ chế phát hành và đấu giá, cơ chế thanh khoản, mua lại) và thị trường trái phiếu doanh nghiệp (tạo thuận lợi cho phát hành riêng lẻ và xếp hạng tín nhiệm). Nhìn chung, các chính sách thị trường đã được điều chỉnh thích ứng và đã đáp ứng tốt với những nhu cầu của các thành viên thị trường.

---

## Những thách thức và vấn đề nổi lên cần phải giải quyết

**191. Vẫn còn có nhiều dư địa để cải thiện về giám sát thị trường.** Các quy định thân thiện với thị trường cần phải được đi kèm với việc giám sát và thực thi mạnh mẽ để chủ động ngăn ngừa những sai phạm và hành vi lạm dụng trên thị trường hoặc để xác định và giải quyết những vấn đề này khi xảy ra. Các thị trường luôn dễ bị lạm dụng bởi những thành viên khi họ muốn lợi dụng các thành viên thị trường khác - những người có thể không có đủ kiến thức bằng, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Ví dụ việc sử dụng không cân đối về chào bán riêng lẻ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường cổ phiếu tại Việt Nam có thể cho thấy rằng một số các thành viên thị trường đang gặp thách thức trong việc kiểm soát xung đột lợi ích. Việc này có thể dẫn đến những hành vi lừa đảo, bao gồm các hành vi về giá khiến pha loãng giá trị của các cổ đông nhỏ hoặc không nêu đúng về những rủi ro của trái phiếu cho các nhà đầu tư cá nhân. Việc giám sát cần ngăn chặn những điều này diễn ra hoặc giải quyết chúng một cách hiệu quả khi nó xảy ra.

**192. Tăng cường năng lực giám sát và phân bổ nguồn lực giám sát hạn chế chính là chìa khoá.** Có những lĩnh vực nổi lên ở trên thị trường vốn có thể yêu cầu có năng lực bổ sung để đáp ứng. Việc này có thể đạt được nhờ việc tăng năng lực tổng thể của các cơ quan giám sát hoặc tái phân bổ và tái cân bằng các nguồn lực hiện có. Ví dụ, việc tăng trưởng nhanh trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam sẽ cần thêm sự quan tâm chú ý, không chỉ để xác định những hành vi vi phạm thị trường tiềm ẩn, mà còn để giải quyết những điểm nghẽn gây cản trở cho sự tăng trưởng thực sự của thị trường. Tương tự, trên thị trường quỹ hưu trí tự nguyện, cần gấp rút tăng cường các nguồn lực quản lý giám sát. Việc sử dụng nhiều hơn công nghệ thông tin cũng yêu cầu tăng cường hiểu biết của các cơ quan giám sát về lĩnh vực có thay đổi nhanh chóng này.

**193. Khi thị trường ngày càng phức tạp, công tác giám sát cần tăng cường dựa trên rủi ro.** Việc sử dụng nguồn lực của các cơ quan giám sát, ngoài đảm bảo tuân thủ với các quy định, còn cần phải tập trung tốt nhất vào những gì thực sự ảnh hưởng đến các mục tiêu và những khu vực rủi ro có khả năng xảy ra. Cách tiếp cận dựa trên tuân thủ là xu hướng hậu kiểm (xem lại)

và dựa vào các quy định; thường không thể phát hiện ra các vấn đề bề ngoài có vẻ tuân thủ với các quy định. Ngược lại, giám sát dựa trên rủi ro xét đến khả năng rủi ro xảy ra và mức độ nghiêm trọng tiềm ẩn của tác động (tiền kiểm, phán đoán trước), và do đó có thể chú ý đến các hoạt động che giấu hành vi không đúng mực và các hành vi sai phạm. Vấn đề này có thể dễ dàng phát sinh trong hoạt động chào bán riêng lẻ chứng khoán, giao dịch cổ phiếu với tỉ lệ thấp các nhà đầu tư đại chúng/nhỏ lẻ, và bán các sản phẩm đầu tư (như quỹ) có tăng trưởng bộc phát. Giám sát dựa trên rủi ro yêu cầu tăng cường năng lực và nhiệm vụ của UBCKNN.

**194. Cường chế thực thi đối với hành vi không tuân thủ và sai phạm cần thực hiện mạnh và để dự đoán, và các biện pháp xử phạt nên có hiệu quả rắn đẽ mạnh mẽ.** Những ý kiến từ thị trường cho thấy rằng ngoại trừ một số trường hợp điển hình, các mức phạt và hình phạt đối với hành vi không tuân thủ là quá thấp và không đủ tính răn đe ngăn ngừa. Ví dụ, mức phạt hiện tại cho hành vi không tuân thủ về công bố thông tin là từ 10 đến 100 triệu đồng (khoảng 435 đến 4.350 đô la Mỹ). Hình phạt quá thấp sẽ khó thay đổi được hành vi của công ty hoặc trung gian thị trường. Những vi phạm nhỏ có thể tích tụ và tạo ra sự mất lòng tin và hoài nghi của công chúng về hệ thống quản lý và giám sát. Hiện tại, khi các vụ việc vi phạm lớn diễn ra, công chúng thường không bất ngờ, điều đó cho thấy rằng đã có sự thiếu lòng tin trên thị trường.

**195. Một đánh giá mới về việc tuân thủ và thực hiện các nguyên tắc của IOSCO cần phải được thực hiện để nhằm xác định những biện pháp cải thiện cần thiết về các thiết chế quản lý và giám sát.** Đánh giá gần nhất được thực hiện vào năm 2012-2013 trong Chương trình Đánh giá Khu vực Tài chính (FSAP) của IMF và WB. Kể từ sau đánh giá đó, Luật Chứng khoán mới đã được thi hành cùng với các văn bản hướng dẫn triển khai. Đánh giá sẽ giúp xác định những khoảng trống hiện có và đưa ra những khuyến nghị cụ thể để cải thiện.

**196. Việc phối hợp có hiệu quả giữa các cơ quan quản lý tài chính là điều tối quan trọng để giảm thiểu rủi ro hệ thống khi xét đến mối liên hệ tương tác giữa thị trường vốn và các thành phần khác của hệ thống tài chính.** Như đã nêu trong các phần khác của báo cáo này, lĩnh vực ngân hàng tham gia trong nhiều vai trò trên thị trường vốn (tổ chức phát hành, nhà đầu tư, trung gian, và hạ tầng). Các chính sách và quy định của lĩnh vực ngân hàng có thể tác động đến thị trường vốn, và ngược lại. Tương tự, các tổ chức tài chính phi ngân hàng thường không đóng đa vai trò trên thị trường vốn, họ dựa vào các thị trường vốn hoặc là để huy động vốn (tổ chức tín dụng phi ngân hàng) hoặc để đầu tư (các tổ chức như quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm). Sự phối hợp như vậy có tồn tại, thông qua lấy ý kiến các văn bản, nhưng hiếm khi có một bản để xuất chính sách quản lý có đầy đủ phân tích các tác động bao gồm cả các phân ngành khác.

**197. Lĩnh vực ngân hàng có lợi ích trong sự phát triển của thị trường vốn; do vậy, việc tham gia của cơ quan quản lý lĩnh vực ngân hàng (NHNN) trong việc hình thành cải cách và triển khai là rõ ràng.** Các ngân hàng sẽ là một trong những bên hưởng lợi chính trong sự phát triển thị trường vốn tại Việt Nam. Những cải thiện đối với toàn bộ các khía cạnh của thị trường vốn sẽ giúp thị trường Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn và giúp lĩnh vực ngân hàng trong ba khía cạnh chính: (1) vốn hoá ngân hàng: các ngân hàng thường là một trong những ngành lớn nhất sử dụng thị trường vốn như một nguồn huy động vốn. Các ngân hàng của Việt Nam có thể huy động vốn thông qua thị trường cổ phiếu hoặc trái phiếu để tăng vốn, thậm chí trong môi trường

nợ xấu đang tăng trưởng, (2) thanh khoản và hiệu quả: các ngân hàng tích cực sử dụng các công cụ thị trường vốn như trái phiếu và repo để duy trì thanh khoản và nâng cao hiệu quả hoạt động, nhưng những công cụ này cần phải có đủ thanh khoản, và (3) giảm thiểu rủi ro: sự phát triển của thị trường vốn sẽ cung cấp các công cụ giúp các ngân hàng giảm bớt rủi ro khi cung cấp các khoản vay lãi suất cố định trung và dài hạn trong khi phần lớn nguồn vốn là ngắn hạn, đồng thời giúp giảm thiểu rủi ro cho các khoản vay dài hạn khi điều kiện tín dụng trở nên khắt khe. Lĩnh vực ngân hàng cũng sẽ là một trong những bên hưởng lợi chính của việc nâng hạng lên thị trường mới nổi của Việt Nam, khi việc nâng hạng này có thể giúp các ngân hàng được tiếp cận rộng mở hơn đến nguồn vốn mới cho việc tái cơ cấu vốn của họ. Tuy nhiên, việc tăng sự tham gia của người không cư trú vào thị trường trong nước có thể khiến Việt Nam đối mặt với một số biến động do luồng vốn vào/ra của nhà đầu tư nước ngoài, điều này có nghĩa là các chính sách giảm nhẹ phù hợp cũng cần phải được xem xét.

**198. Sự phối hợp giữa các nhiệm vụ quản lý và giám sát khác nhau cũng quan trọng cho việc tối đa hoá tác động của các yếu tố khác nhau góp phần phát triển thị trường.** Ví dụ sự kết hợp giữa chính sách tiền tệ (thuộc NHNN) và thị trường vốn (thuộc Bộ Tài chính) tạo ra cơ hội để cải thiện mối liên kết tương hỗ và đem lại lợi ích cho cả đôi bên. Một đường cong lợi suất hiệu quả bao gồm việc gắn với lãi suất chuẩn ngắn hạn, được hỗ trợ bởi thị trường repo thanh khoản sẽ cải thiện việc thực hiện các chính sách tiền tệ. Các chính sách trong ngành quỹ hưu trí, một phần nằm dưới sự quản lý của Bộ Tài chính và một phần thuộc Bộ LĐTĐ&XH có thể có tác động quan trọng đến những rủi ro của lĩnh vực ngân hàng cho NHNN. Việc đa dạng hoá đầu tư của BHXH Việt Nam vào trái phiếu doanh nghiệp sẽ giúp đem lại một tập hợp hợp các khoản đầu tư dài hạn để cung cấp vốn cho khu vực doanh nghiệp, như vậy sẽ giảm đi việc quá lệ thuộc vào ngân hàng đối với vốn dài hạn. Kiểm soát chặt đối với việc mất cân đối về thời gian đáo hạn thông qua quy chế nhằm hạn chế tỉ lệ cho vay dài hạn so với cấp vốn ngắn hạn trong lĩnh vực ngân hàng, mà không có sự tăng lên tương xứng về cơ sở nhà đầu tư dài hạn trên thị trường vốn sẽ gây cản trở cho việc cung cấp vốn dài hạn cần thiết cho phát triển kinh tế, khi cả lĩnh vực ngân hàng và thị trường vốn đều không thể cung cấp đủ.

**199. Các cơ quan quản lý cần xem xét thành lập ra một uỷ ban cấp cao hoặc tận dụng một uỷ ban hiện có, bao gồm đại diện các cơ quan quản lý và giám sát trong lĩnh vực tài chính để giám sát về phát triển thị trường.** Uỷ ban này cần bao gồm ít nhất lãnh đạo của Bộ Tài chính, NHNN, UBCKNN, và Uỷ ban giám sát tài chính quốc gia (NFSC) hiện nay.<sup>91</sup> Uỷ ban sẽ họp trên cơ sở thường xuyên để thảo luận những vấn đề liên ngành và các chính sách lĩnh vực tài chính. Ví dụ về những vấn đề cần xem xét hiện nay gồm: (i) hiện trạng của thị trường bất động sản và cách thức nó có thể tác động đến ổn định lĩnh vực tài chính và các thị trường vốn, (ii) những cải cách cần thực hiện bởi nhiều các cơ quan để hỗ trợ cho việc nâng hạng của Việt Nam lên thị trường mới nổi, (iii) giảm thiểu những hậu quả không mong muốn của việc nâng hạng, (iv) những chính sách tổng thể về xanh hóa trong lĩnh vực tài chính. Những kết quả từ các cuộc họp của uỷ ban sẽ giúp định hướng cho các cơ quan đó trong xây dựng những chính sách

91 Các cơ quan có thể cố gắng tận dụng NFSC cho việc điều phối vai trò phát triển, nhưng họ cần cân nhắc cẩn thận xem liệu việc này có bị lẫn với các trách nhiệm về giám sát và liên quan khác hiện có. Uỷ ban điều phối cần có khả năng thảo luận các vấn đề về phát triển, các lộ trình, và chiến lược. Các quyết định hoặc thống nhất được đưa ra tại uỷ ban điều phối sẽ được chuyển lại cho các cơ quan tương ứng để triển khai thực hiện.

và quy định có liên quan trong phạm vi. Sự tham gia tích cực từ thị trường vào việc xây dựng và rà soát chính sách cũng sẽ quan trọng, qua việc tham gia chính thức vào uỷ ban hoặc tổ công tác. Hộp 9 đưa ra ví dụ về cơ chế điều phối chính sách đã được tổ chức thành công như thế nào ở các nước.

## HỘP 9. Điều phối chiến lược và chính sách ở Malaysia và Indonesia

### *Malaysia: Đề án Quy hoạch Thị trường vốn (CMMP) và Kế hoạch ngành Tài chính (FSBP)*

**Cơ chế về quản lý và giám sát đối với ngành tài chính của Malaysia được tổ chức giữa ngân hàng trung ương (Bank Negara Malaysia, BNM) và Uỷ ban chứng khoán theo các loại hình tổ chức chịu sự giám sát, nhưng các chính sách được điều phối sát sao.** Các ngân hàng, mảng chiếm ưu thế trong lĩnh vực tài chính, được quản lý và giám sát bởi NHTW, trong khi đó thị trường vốn được quản lý và giám sát bởi UBCK. Kế hoạch ngành Tài chính Malaysia<sup>92</sup>, do NHTW phát hành, đề ra những lĩnh vực phối hợp và cộng tác với UBCK, như phát triển hệ sinh thái hy động vốn trong nước (bao gồm cổ phiếu), và đưa vào các khuôn khổ cấp phép đối với các trung gian cung cấp các dịch vụ tư vấn.

**Về phía thị trường vốn, việc xây dựng và triển khai đề án phát triển thị trường vốn Malaysia có được sự tham gia chặt chẽ của các thành viên thị trường.** CMMP được xây dựng bởi Uỷ ban Chiến lược Thị trường vốn bao gồm các cán bộ hàng đầu của UBCK và các chuyên gia trên thị trường vốn, cả trong nước và quốc tế. Hội đồng Tư vấn Thị trường vốn bao gồm các chuyên gia nhiều kinh nghiệm và các doanh nghiệp nổi bật được chỉ định nêu ý kiến độc lập về tiến độ thực hiện CMMP và những thay đổi cần thiết. Quá trình thực hiện của Malaysia thường được coi là đại diện cho thông lệ tốt nhất cho phát triển thị trường vốn, và đã rất thành công. CMMP đầu tiên (CMMP-1) đã định hướng thị trường vốn Malaysia trong thập kỷ sau khủng hoảng tài chính châu Á, với trọng tâm vào các sản phẩm, chức năng, và hiệu quả. Sau đó đến CMMP-2, tập trung vào thực hiện tăng trưởng và quản trị tốt, và hiện nay đang CMMP-3 hướng đến thúc đẩy cải cách trong ngành để bắt kịp với những xu hướng toàn cầu hiện nay.

### *Indonesia: Diễn đàn Điều phối Huy động Tài chính cho Phát triển thông qua Thị trường tài chính*

**Năm 2016, để ứng phó với những thách thức kinh tế lớn ở Indonesia, đặc biệt là nhu cầu huy động vốn lớn cho cơ sở hạ tầng trong thập kỷ tiếp theo đó, các cơ quan quản lý đã thành lập Diễn đàn Điều phối Huy động Tài chính cho Phát triển thông qua Thị trường tài chính.** Diễn đàn được thành lập bởi Bộ Tài chính, Ngân hàng Trung ương, và Cơ quan Dịch vụ Tài chính khi xét đến thực tế rằng sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan này là cần thiết để mở rộng thị trường tài chính và thúc đẩy phát triển kinh tế. Mỗi năm, các cơ quan này lần lượt chủ trì diễn đàn và thúc đẩy thực hiện chương trình của mình, để đảm bảo rằng các ưu tiên của mỗi cơ quan được phản ánh vào chương trình nghị sự của Diễn đàn.

Diễn đàn có nhiệm vụ xây dựng Chiến lược Quốc gia Phát triển và Mở rộng Thị trường tài chính, việc này được hoàn thành vào năm 2018. Chiến lược này công nhận mối tương quan giữa các công cụ và các tổ chức tài chính, bất kể phạm vi giám sát bởi cơ quan tương ứng, và đề ra những sáng kiến chung trên tất cả các thị trường liên quan đến việc tài trợ vốn cho phát triển ở Indonesia, bao gồm trái phiếu chính phủ và doanh nghiệp, cổ phiếu, và thị trường tiền tệ. Diễn đàn sẽ chỉ đạo tổng thể việc thực hiện Chiến lược.

92 Thông tin thêm về Kế hoạch Ngành Tài chính Malaysia, truy cập <https://www.bnm.gov.my/publications/fsb3>.

---

# Những động lực mới trên thị trường

---

**200. Sự tăng trưởng của các thị trường vốn của Việt Nam trong những năm gần đây rất ấn tượng và kỳ vọng Việt Nam sẽ nhanh chóng tận dụng lợi thế các đổi mới sáng tạo với nổi trên toàn cầu.** Những sản phẩm mới đang trong quá trình xây dựng đã được thảo luận ở các phần trước. Phần này sẽ chỉ tập trung vào những tiến bộ của công nghệ tài chính và thúc đẩy tập trung vào tài chính bền vững, đặc biệt tái phân bổ vốn để hỗ trợ cho chương trình tăng trưởng xanh của quốc gia.

---

## Công nghệ tài chính (Fintech) trên thị trường vốn

**201. Công nghệ tài chính, hay fintech, nói đến việc sử dụng công nghệ và đổi mới để nâng cao và tự động hoá việc cung cấp và sử dụng các dịch vụ tài chính, ví dụ như sử dụng điện thoại thông minh cho giao dịch và tư vấn đầu tư tự động (robo-advising).** Một luồng đổi mới sáng tạo có thể được dự đoán sử dụng trí tuệ nhân tạo, xử lý blockchain, crowdfunding<sup>93</sup>, và phân tích dữ liệu phức hợp. Lĩnh vực fintech là đặc biệt quan trọng vì khả năng một đổi mới được triển khai nhanh chóng và gây ra sự đột phá quan trọng cho các nhà cung cấp dịch vụ hiện có. Các nhà cung cấp dịch vụ tài chính sẵn có (hiện hành) đang cố gắng cải thiện các dịch vụ của họ một cách nhanh chóng, trong khi các công ty khởi nghiệp đang phát triển và triển khai các đổi mới sáng tạo để trực tiếp cạnh tranh với họ.

**202. Fintech giúp cho Việt Nam có cơ hội kịp thời để phát triển thị trường vốn và thị trường bảo hiểm của mình.** Dựa trên thành công và đón nhận những sản phẩm do fintech đem lại trong lĩnh vực ngân hàng và thanh toán, fintech có tiềm năng để cải thiện tiếp cận của khách hàng và nhà đầu tư đến nhiều hơn các sản phẩm, dịch vụ có chi phí thấp hơn và các khoản đầu tư phù hợp với những nhu cầu của nhà đầu tư và khách hàng. Giống như ở các nước khác, fintech có tiềm năng để tăng cường tài chính toàn diện, tiếp cận đến vốn và đóng góp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

**203. Một số nhân tố thúc đẩy phát triển của fintech ở các thị trường vốn khác hiện cũng hiện diện ở Việt Nam.** Việt Nam có tầng lớp người trẻ đang gia tăng, ngày càng giàu có

---

<sup>93</sup> Crowdfunding/huy động vốn từ cộng đồng vẫn còn ở giai đoạn phôi thai ở Việt Nam và hiện vẫn chưa được coi là đối thủ cạnh tranh với các thị trường truyền thống. Không có các nền tảng huy động vốn cộng đồng cổ phiếu ở trong nước.



và sẵn sàng với việc sử dụng công nghệ kỹ thuật số, đồng thời đạt được mức độ tiếp nhận cao về e-banking và e-payment, đặc biệt là trong số những người trẻ tuổi có thu nhập cao.<sup>94</sup> Việt Nam cũng đã tiếp cận đến các công nghệ hỗ trợ cho những phát triển thị trường vốn theo fintech. Các thành viên hiện thời cũng như nhóm các công ty khởi nghiệp về fintech trong nước đã xác định được những cơ hội trong thị trường.

## Những tổ chức đã và đang hoạt động

**204. Những công ty môi giới uy tín đã xây dựng các nền tảng giao dịch chứng khoán trực tuyến nhằm mở rộng giao dịch đến nhiều nhà đầu tư nhỏ lẻ hơn.** Nhiều công ty môi giới lớn cung cấp các dịch vụ trực tuyến và giao dịch điện tử (e-trading) cho khách hàng của mình (bao gồm hầu hết các công ty môi giới dẫn đầu thị trường). Trong một số trường hợp, các công ty môi giới cũng cung cấp một loạt các dịch vụ hỗ trợ giao dịch, bao gồm chatbot, các nền tảng xã hội kết nối và giao dịch, phân tích truyền thông xã hội và các nền tảng nghiên cứu. Mặc dù không có dữ liệu chính xác, nhưng các dịch vụ này dường như chiếm hầu hết tất cả các giao dịch thông qua các công ty môi giới hiện nay, được hỗ trợ một phần do việc gia tăng sử dụng internet trong đại dịch.

**205. Các công ty quản lý tài sản cũng công nhận và đang khai thác các cơ hội từ công nghệ tài chính.** Những công ty quản lý tài sản lớn nhất hiện nay đều đã xây dựng các nền tảng cho phép nhà đầu tư tiếp cận dễ dàng và nhận lời khuyên về nhiều các sản phẩm đầu tư. Những công ty quản lý quỹ hàng đầu hiện cung cấp các nền tảng đầu tư theo kiểu tư vấn tự động (robo-advice) để cung cấp truy cập đến các sản phẩm quản lý tài sản và một loạt các công cụ để hỗ trợ cho các nhà đầu tư trong việc phát triển và giám sát các danh mục của họ. Một công ty quản lý quỹ đã đưa ra một hệ thống “người có ảnh hưởng” đầu tư mới, cho phép các nhà đầu tư sao chép các danh mục đầu tư của các nhà đầu tư khác. Tài sản quản lý thông qua những kênh này được kỳ vọng đạt 2,3 tỉ đô la Mỹ tính đến cuối năm 2022, cho dù tài sản trên mỗi người dùng được nắm giữ thông qua những kênh này chỉ ở mức 1.280 đô la Mỹ.

**206. Trong giai đoạn 2016-2018, hàng loạt các công ty bảo hiểm đã phát triển các cổng trực tuyến phục vụ khách hàng, hiện đang được sử dụng bởi khách hàng để quản lý các hợp đồng.** Một số các công ty bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu đã xây dựng các nền tảng thông qua đó có thể thực hiện mua hợp đồng và yêu cầu bồi thường bảo hiểm.

## Doanh nghiệp khởi nghiệp

**207. Một tập hợp của các doanh nghiệp khởi nghiệp tập trung vào chứng khoán đã xây dựng các nền tảng cho giao dịch và tiếp cận đến dữ liệu, phân tích, và hỗ trợ giao dịch khác.** Các nền tảng giao dịch giúp những người sử dụng giao dịch chứng khoán (bao gồm cổ phần lẻ của các lô chứng khoán) thông qua điện thoại di động và máy tính bảng. Một số nền tảng cũng đã đóng vai trò như những nhà tạo lập thị trường liên quan đến các cổ phần lẻ.

94 World Bank Group. 2020. “Đánh giá về Ngành quỹ đầu tư – Báo cáo kỹ thuật.” Washington, DC: World Bank. FinGroup Research. WBG/IFC – Vietnam CPSD (2021).



Các nền tảng hỗ trợ giao dịch đã thiết lập các liên kết với các cơ sở nghiên cứu và các cố vấn đầu tư để cung cấp cho người dùng dữ liệu, thông tin, và hỗ trợ phân tích cho giao dịch chứng khoán.

**208. Các công ty khởi nghiệp fintech trong lĩnh vực quản lý tài sản cũng đã xây dựng những nền tảng giúp cho các nhà đầu tư tiếp cận dễ dàng hơn đến hàng loạt các sản phẩm đầu tư, bao gồm các quỹ, và hỗ trợ họ trong việc ra quyết định đầu tư và theo dõi các vấn đề tài chính.** Các công ty khởi nghiệp từ năm 2017 trở đi bao gồm các nền tảng quản lý tài chính và đầu tư nhắm đến những người trẻ, có trình độ, có sử dụng dịch vụ ngân hàng và có sử dụng điện thoại thông minh với mức thu nhập trung bình hoặc trên trung bình. Các nền tảng như được quảng cáo là cung cấp dịch vụ tiện ích toàn diện cùng việc truy cập hiệu quả hơn và chi phí thấp đến một loạt các sản phẩm đầu tư không phí hoặc phí thấp được cung cấp bởi các ngân hàng, các tổ chức môi giới, và các quỹ đầu tư. Họ cũng cung cấp các cơ hội đầu tư vi mô (với khoảng đầu tư trong một số trường hợp nhỏ ở mức 2 đô la). Các nền tảng quản lý tài chính được thiết kế để hỗ trợ cho các khách hàng và doanh nghiệp trong quản lý những thách thức (hay “điểm đau” của khách hàng) liên quan đến quản lý thu nhập và chi phí.

**209. Các công ty khởi nghiệp về fintech trong ngành bảo hiểm (insurtech) đã tập trung chủ yếu vào xây dựng các nền tảng phân phối.** Từ năm 2018, các nền tảng quản lý quyền lợi nhân viên và phân phối bảo hiểm đã trở thành trọng tâm chính của các khởi nghiệp insurtech mà hiện nay đang là một thị trường cạnh tranh cao độ. Đã xuất hiện một công ty bảo hiểm kỹ thuật số<sup>95</sup> cung cấp dịch vụ từ đầu đến cuối cho các hợp đồng phi nhân thọ. Những điểm đau của khách hàng cá nhân đang được giải quyết bao gồm việc giảm thời gian và chi phí tìm kiếm và chọn ra hợp đồng cũng như nâng cao nhận thức về các lựa chọn bảo hiểm. Đối với các doanh nghiệp, những điểm đau khách hàng mà các nền tảng này hướng đến giải quyết cũng bao gồm giảm thời gian và chi phí liên quan đến quản lý bằng giấy của các hợp đồng bảo hiểm và yêu cầu bồi thường.

## Những thách thức và vấn đề mới nổi

**210. Sự phát triển cũng bị cản trở vì thiếu chắc chắn trong việc điều tiết hoạt động fintech sẽ được thực hiện như thế nào trong thị trường vốn và ngành bảo hiểm.** Ví dụ, Thông tư 99/2020/TT-BTC hướng dẫn hoạt động của các công ty quản lý quỹ quy định rằng họ có thể thực hiện KYC trực tiếp trong các cuộc họp mặt trực tiếp với khách hàng hoặc gián tiếp sử dụng các biện pháp, hình thức, và công nghệ để xác định, thu thập, và xác minh thông tin khách hàng đầy đủ (eKYC). Tuy nhiên, chưa có hướng dẫn chi tiết về eKYC cũng như về việc liệu rằng các dịch vụ chứng khoán sẽ có thể sử dụng định danh điện tử và chứng thực điện tử dựa trên dữ liệu quốc gia về dân số và dân cư và sử dụng như thế nào.

95 Công ty bảo hiểm kỹ thuật số là công ty bảo hiểm cung cấp sản phẩm và dịch vụ bảo hiểm bằng các công cụ và công nghệ kỹ thuật số (như thuật toán kỹ thuật số, cổng tự phục vụ, trò chuyện trực tuyến, trí tuệ nhân tạo) để hỗ trợ một phần hoặc toàn bộ việc đánh giá rủi ro, định giá, chính sách bảo hiểm, lập hóa đơn, và yêu cầu bồi thường.

**211. Cũng có quan điểm trong các doanh nghiệp khởi nghiệp fintech rằng UBCKNN hoặc là không cấp giấy phép hoặc quá trình xin cấp phép mất quá nhiều thời gian.** Một số thành viên thị trường cho rằng vì giấy phép mới hiếm khi được cấp, UBCKNN có thể đang đặt hạn chế về số lượng các giấy phép kinh doanh chứng khoán. Những thành viên khác thì lo ngại rằng UBCKNN không muốn cấp giấy phép cho các doanh nghiệp khởi nghiệp fintech cho đến khi khuôn khổ quản lý cho giao dịch chứng khoán kỹ thuật số đã được giải quyết. Điều này phản ánh hạn chế hiện nay về chức năng và thẩm quyền của UBCKNN trong việc quản lý hoạt động fintech. Sự không chắc chắn này đã khiến các doanh nghiệp khởi nghiệp hoặc là: (i) mua lại giấy phép của các công ty chứng khoán không hoạt động hoặc (ii) chấp nhận rủi ro xây dựng các nền tảng và gây dựng các hoạt động kinh doanh mà không rõ các nghĩa vụ pháp lý quanh nó.

**212. Việc hợp nhất và hợp lý hoá các fintech hoạt động trên thị trường vốn cũng có khả năng xảy ra.** Kỳ vọng các doanh nghiệp hiện tại không gặp khó khăn gì trong môi trường kỹ thuật số sẽ khám phá và tận dụng các cơ hội do fintech tạo ra. Họ sẽ thực hiện việc này hoặc là trực tiếp hoặc thông qua điều chỉnh và hợp tác chiến lược với các doanh nghiệp khởi nghiệp fintech, hoặc thông qua việc mua lại các doanh nghiệp khởi nghiệp. Hợp lý hoá và củng cố một số nền tảng hiện đang vận hành tại Việt Nam là điều tất nhiên do các nền tảng nhận biết sự hợp lực với các hoạt động các đối thủ cạnh tranh và cách thức các mô hình kinh doanh của đối thủ bổ sung cho họ.

**213. Mặc dù chính phủ cam kết rằng fintech đóng vai trò trên các thị trường vốn và bảo hiểm ở Việt Nam, việc phát triển hướng tiếp cận quản lý phù hợp vẫn còn chậm.** Chính phủ đã thể hiện sự ủng hộ rõ ràng cho sự phát triển của ngành fintech thông qua các nghị định, các tuyên bố, và các chỉ thị, nhưng vẫn chưa có khuôn khổ quản lý rõ ràng. Khi chưa có khuôn khổ cũng như các quy định liên quan cho hoạt động fintech ở trên các thị trường vốn, các doanh nghiệp hiện tại, các doanh nghiệp khởi nghiệp, người tiêu dùng, và các nhà đầu tư không muốn chấp nhận rủi ro tham gia vào hoạt động mà có thể thu hút sự chú ý của cơ quan quản lý sau này.

**214. Nếu Việt Nam muốn có được thành công, hướng tiếp cận chính sách tích cực và có điều phối sẽ rất quan trọng.** Trong những yếu tố then chốt góp phần vào thành công trong việc khai thác fintech đó là sự phối hợp hiệu quả và hướng tiếp cận nhất quán bởi các cơ quan quản lý tham gia vào giám sát sự phát triển của fintech. Cũng cần thiết phải làm rõ khuôn khổ quản lý điều tiết fintech trên toàn bộ lĩnh vực dịch vụ tài chính. Cách tiếp cận “chờ và xem” mà các cơ quan quản lý có vẻ như đã áp dụng cho đến nay buộc các doanh nghiệp đổi mới sáng tạo fintech phải hoạt động bên ngoài khuôn khổ quản lý và đã được cho là đặt các nhà đầu tư vào rủi ro. Trong khi đó, cách tiếp cận “quản lý chặt trước” có nguy cơ dập tắt sự đổi mới sáng tạo hoặc hướng phát triển sang các lĩnh vực kém tối ưu. Do vậy cần theo đuổi cách tiếp cận dung hoà cả hai.

**215. Cũng cần xem xét sử dụng các “trung tâm đổi mới sáng tạo” và “thử nghiệm có quản lý (sandbox)” trong thiết kế chính sách, khuôn khổ quản lý và thể chế.** Kinh nghiệm

của các nước khác trong vấn đề này sẽ có giá trị định hướng. Các trung tâm ĐMST và khuôn khổ thử nghiệm có quản lý đã cho phép các cơ quan quản lý ở nhiều nước có cơ hội tiếp xúc với ngành công nghiệp để hiểu về công nghệ mới và các đổi mới về sản phẩm cũng như để xây dựng các phản ứng quản lý phù hợp. Việt Nam đã xây dựng dự thảo Nghị định về khuôn khổ thử nghiệm có quản lý (sandbox) cho các hoạt động fintech trong lĩnh vực ngân hàng, nhưng chưa mở rộng sang thị trường vốn và bảo hiểm. Việc nhất quán những lĩnh vực này với các cách tiếp cận hiện có rất quan trọng khi xét đến nhiều các đổi mới sáng tạo về fintech sẽ mở rộng sang các vấn đề như thanh toán và có thể có những tác động mang tính hệ thống.

**216. Quy định về các tài sản số đặt ra thách thức cụ thể.** Các cơ quan quản lý cần cân trọng trong việc khuyến khích phát triển các thị trường tài sản số vào giai đoạn này, xét đến việc thị trường tài chính ở Việt Nam đang ở giai đoạn sơ khai và sự thiếu hiểu biết tương đối của các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư và giao dịch của Việt Nam hiện đang mua các đồng tiền số và tài sản số thông qua các nền tảng ở nước ngoài. Ở các nước khác, các cơ quan quản lý đã có thể phát triển các khuôn khổ quản lý cho phép lượng giao dịch nhất định. Các cơ quan quản lý ở Việt Nam cần đánh giá những khuôn khổ này và xem xét triển khai theo cách tiếp cận tương tự.

---

## Tài chính xanh và bền vững

**217. Việt Nam chịu rủi ro lớn do tác động của biến đổi khí hậu, tạo ra những thách thức lớn cho mục tiêu trở thành nước thu nhập cao vào năm 2045.<sup>96</sup>** Với đường bờ biển dài mở rộng bao gồm những thành phố lớn và các trung tâm sản xuất và vùng đồng bằng Sông Cửu Long là nơi sản xuất các sản phẩm nông nghiệp rất quan trọng, Việt Nam đặc biệt dễ bị đe dọa bởi nước biển dâng, bão lụt, và lũ lụt. Sự lệ thuộc vào than đá trước đây để cung cấp năng lượng và ngành xuất khẩu phát triển cũng có nghĩa là Việt Nam sẽ phải hứng chịu những rủi ro lớn khi chuyển đổi, như việc đưa ra giá cac-bon toàn cầu. Các chi phí cao cho giảm thiểu biến đổi khí hậu (để giảm phát thải khí nhà kính<sup>97</sup>, và chuyển sang năng lượng cac-bon thấp) và ứng phó với biến đổi khí hậu (để đối phó với những thay đổi không thể tránh khỏi và nhằm tạo ra khả năng chống chịu), nhưng chi phí của việc không đưa ra hành động hoặc hành động quá chậm thậm chí còn cao hơn nhiều.<sup>98</sup> Ngoài biến đổi khí hậu, Chiến lược Phát triển Kinh tế Xã hội giai đoạn 2021 - 2030 cũng đã ghi nhận rằng việc chuyển dịch kinh tế đất nước sẽ tùy thuộc vào việc quản lý tốt hơn tài nguyên thiên nhiên, bao gồm các nguồn tài nguyên dồi dào về nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy hải sản, đa dạng sinh học và mỏ đã giúp thúc đẩy sự phát triển trước đây, nhưng đã được tiêu thụ ở mức không bền vững.

---

96 Thông tin thêm về Báo cáo Phát triển và Khí hậu quốc gia của NHTG (CCDR) cho Việt Nam (tháng 7/2022), một trong những báo cáo đánh giá cấp độ quốc gia đầu tiên được Nhóm NHTG thực hiện trong kế hoạch hành động Biến đổi Khí hậu 2021 - 2025.

97 Các mục tiêu giảm phát thải đầy tham vọng của Việt Nam được nêu trong báo cáo Đóng góp Quốc gia tự quyết định cập nhật.

98 Các chi phí cho hành động kém quan trọng hơn được ước tính trong báo cáo CCDR tăng lên chiếm 12,3% GDP vào năm 2050, bao gồm những tác động của những căng thẳng về nóng lên và thiếu nước ở khu vực phía bắc, bão lụt ở miền trung và xâm nhập mặn ở hầu như một nửa vùng Đồng bằng sông Cửu Long ở phía Nam

**218. Nhu cầu về huy động vốn của Việt Nam đến năm 2040 cho hành động về khí hậu ước tính là 368 tỉ đô la Mỹ, trong đó 184 tỉ sẽ đến từ khu vực tư nhân;<sup>99</sup> các thị trường vốn phải được tận dụng để giúp huy động các nguồn vốn này.** Chính phủ và các ngân hàng không thể cung cấp mức vốn này. Chiến lược thị trường vốn của Việt Nam phải có các nền tảng cơ sở cần thiết cho việc huy động vốn cho chuyển đổi khí hậu ổn định. Đây không phải là một lựa chọn nữa mà là yêu cầu bắt buộc nếu muốn biến đổi khí hậu không gây khó khăn đến các mục tiêu tăng trưởng của đất nước. Nhu cầu lớn từ nhà đầu tư và hỗ trợ chính sách ở các thị trường quốc tế đã thúc đẩy việc tạo ra các công cụ tập trung vào bền vững, bao gồm các trái phiếu xanh và trái phiếu dán nhãn khác (cụ thể vì các mục đích hành động khí hậu, các trái phiếu chuyển đổi và liên kết bền vững), theo đó tổng lượng phát hành toàn cầu ước đạt trên 3,6 nghìn tỉ đô la Mỹ vào tháng 9/2022.<sup>100</sup> Ngoài ra, các tiêu chuẩn quốc tế đang được gấp rút xây dựng để yêu cầu việc công bố thông tin bởi các công ty niêm yết về các vấn đề môi trường, xã hội và quản trị (ESG), và ở nhiều nước, việc công bố thông tin đó đã trở thành bắt buộc.

**219. Tuy nhiên, dù các cơ quan quản lý đã thực hiện nhiều việc để tạo ra môi trường phát triển, việc đầu tư bền vững vẫn còn ở mức sơ khai ở Việt Nam.** Luật của Việt Nam đã trải qua một số những thay đổi gia tăng nghĩa vụ của Nhà nước và các doanh nghiệp liên quan đến thực hành về ESG. Việc này bao gồm phê duyệt pháp định để đạt được những mục tiêu chính sách ESG tại FDI và trong quản trị công ty của các công ty đại chúng và niêm yết. Bổ sung cho những phát triển chính sách này, hàng loạt các cơ quan nhà nước, bao gồm UBCKNN đã đưa ra hướng dẫn và chính sách để nâng cao nhận thức về các vấn đề ESG giữa các bên có liên quan. NHNN Việt Nam và Bộ TN&MT đã trở thành thành viên của Mạng lưới Tài chính và Ngân hàng Bền vững (SBFN) từ khi mạng lưới này được thành lập vào năm 2012, và các cơ quan quản lý tiếp tục những nỗ lực của họ để xanh hoá hệ thống ngân hàng. Vào năm 2018, NHNN đã phê duyệt đề án phát triển ngân hàng xanh và năm 2019 NHNN đã tham gia cùng IFC để xây dựng bộ công cụ đánh giá rủi ro môi trường và xã hội cho 15 ngành, lĩnh vực nhằm giúp cho các tổ chức tín dụng tích hợp những vấn đề này vào trong các quyết định tín dụng. Các hoạt động tín dụng ngân hàng hiện đang đóng góp vào các mục tiêu xanh quốc gia, với dư nợ tín dụng xanh cho các ngành, lĩnh vực xanh đã tăng trưởng ở mức trên 25% hàng năm trong giao đoạn 2017 và 2021. Trong những năm gần đây, NHNN đã nghiên cứu, xây dựng và ban hành các văn bản khuyến khích các tổ chức tín dụng tập trung các nguồn lực vào cấp tín dụng cho các ngành, lĩnh vực xanh và về triển khai quản trị rủi ro môi trường và xã hội.<sup>101</sup> Công tác gần đây về phát triển hệ thống phân loại xanh cũng sẽ là cần thiết trong việc tạo ra kiến trúc cần thiết cho tài chính xanh phát triển ở Việt Nam.

99 Báo cáo Phát triển và Khí hậu quốc gia cho Việt Nam của NHTG

100 Sáng kiến Trái phiếu Khí hậu, cập nhật thị trường 2022.

101 Bao gồm Thông tư số 17/2022/TT-NHNN (ngày 23/12/2022) về quản lý rủi ro môi trường của các ngân hàng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài, dựa trên các hành động trước đó bao gồm Chỉ thị số 03/CT-NHNN năm 2015 về thúc đẩy tăng trưởng tín dụng xanh và quản lý rủi ro môi trường và xã hội trong hoạt động cấp tín dụng, và Quyết định số 1552/QĐ-NHNN (năm 2015) ban hành Kế hoạch hành động của ngành ngân hàng thực hiện Chiến lược quốc gia về tăng trưởng xanh đến năm 2020 (được tiếp nối bởi Quyết định số 1408/QĐ-NHNN, năm 2023).

## Các công cụ tài chính bền vững

**220. Thị trường cho các trái phiếu liên quan đến xanh và bền vững mới chỉ bắt đầu phát triển ở Việt Nam.** Các thị trường trái phiếu có thể đóng vai trò quan trọng trong xanh hoá nền kinh tế của Việt Nam và giúp xây dựng nền tảng cần thiết để thúc đẩy chuyển đổi ổn định. Đối với cá nhà đầu tư và tổ chức phát hành, các trái phiếu dán nhãn là một cách để đảm bảo số tiền thu được từ trái phiếu được chuyển đến các dự án cụ thể. Ngoài ra, những yếu tố ESG đang ngày càng đóng vai trò trong các quá trình phân tích tín dụng truyền thống đối với các công cụ nợ truyền thống, bao gồm cả công cụ nợ của chính phủ và doanh nghiệp, cũng như việc phân tích của nhà đầu tư về cổ phiếu. Hộp 9 tóm tắt thành công phát triển thị trường trái phiếu xanh ở Indonesia.

**221. Mặc dù một số trái phiếu xanh của Việt Nam đã được phát hành, nhưng những hướng dẫn chính thức cho phát hành trong nước vẫn còn đang chờ ban hành.** Theo các nguồn trong nước, các công ty Việt Nam đã phát hành 4 trái phiếu xanh trong năm 2020 với tổng giá trị đạt gần 284 triệu đô la Mỹ. Năm 2021, Bất động sản BIM Land đã phát hành 200 triệu đô la Mỹ trái phiếu xanh niêm yết trên Sở GDCK Singapore. Cùng năm, Symbiotics - một nền tảng tiếp cận thị trường hàng đầu về đầu tư tác động đã thu xếp 6,25 triệu đô la Mỹ và 234 tỉ đồng (xấp xỉ 10 triệu đô) vào trái phiếu xanh cho EVN Finance (một tổ chức tài chính phi ngân hàng niêm yết chịu sự quản lý của NHNN). Để phát triển thị trường trái phiếu xanh và các trái phiếu dán nhãn khác tại Việt Nam, cần thiết lập các hướng dẫn rõ ràng cho việc phát hành, chứng nhận, và báo cáo về các trái phiếu này, cùng với các ưu đãi để khuyến khích phát hành và đầu tư.

**222. Sở HOSE và Sở HNX là thành viên của sáng kiến các Sở GDCK Bền vững (SSE) của Liên Hợp Quốc và tham gia tích cực về một số chủ đề về ESG.** HOSE yêu cầu báo cáo ESG như một yêu cầu niêm yết và cũng đã đưa ra Chỉ số bền vững (VNSI) vào tháng 7/2017 đánh giá hoạt động của 20 công ty niêm yết bền vững dẫn đầu. Thành phần cấu thành chỉ số được lựa chọn từ 100 công ty niêm yết lớn nhất trên HOSE. Năm 20167, UBCKNN đã công bố Hướng dẫn Công bố Thông tin về Môi trường và Xã hội với sự hợp tác với IFC.

## Tạo môi trường thuận lợi cho tài chính bền vững

**223. Việc thiết lập bộ phân loại xanh ở Việt Nam sẽ rất quan trọng cho sự chuyển đổi sang nền kinh tế bền vững, phát thải ít các-bon và chống chịu với khí hậu tốt hơn.** Bộ phân loại xanh đưa ra cách thức định nghĩa và xác định các hoạt động bền vững một cách đồng bộ, hài hoà và tập trung. Bộ phân loại xanh trong nước có xét đến những nhu cầu trong nước trong khi vẫn đảm bảo phù hợp với những kỳ vọng quốc tế sẽ hỗ trợ cho các tiêu chuẩn trái phiếu dán nhãn trong nước để đảm bảo rằng các ưu tiên của quốc gia đạt được mà không tạo thêm những rào cản đối với dòng chảy vốn bền vững xuyên biên giới. Bộ phân loại như vậy cũng sẽ quan trọng trong việc hỗ trợ tín dụng xanh.

**224. Việt Nam đã có hướng dẫn công bố thông tin cho các doanh nghiệp niêm yết và các tổ chức phát hành trái phiếu.** Hội đồng Tiêu chuẩn Bền vững Quốc tế (ISSB), chính thức hoá vào tháng 11/2021, có nhiệm vụ phát triển các tiêu chuẩn công bố thông tin bền vững



chất lượng cao toàn cầu để đáp ứng những nhu cầu về thông tin của các nhà đầu tư quốc tế. Khi tài chính bền vững phát triển ở Việt Nam, các cơ quan quản lý phải nhận thức được những nguyên tắc quốc tế này trong khi áp dụng phù hợp với điều kiện trong nước.<sup>102</sup> Các nền kinh tế ASEAN-5 vẫn phải đối mặt với khoảng trống về thông tin đáng kể và thiếu hướng dẫn rõ ràng về việc sử dụng dữ liệu.

**225. Sự hợp tác quốc tế trong mạng lưới tài chính bền vững có thể được tận dụng để hỗ trợ những nỗ lực của Việt Nam nhằm thúc đẩy thị trường tài chính bền vững.** Tham gia vào các mạng lưới này có thể giúp tăng cường chia sẻ kiến thức và những thông lệ tốt nhất, tăng nhận thức cho các nhóm đối tác liên quan, tạo ra cam kết chính sách, và giúp nâng cao năng lực giữa các bên có liên quan.

## Cơ sở nhà đầu tư

**226. Các tổ chức tài chính trong nước đang trong những giai đoạn đầu tiên tìm hiểu về trái phiếu xanh và các công cụ thị trường vốn khác.** Những tín hiệu mạnh mẽ của chính phủ hỗ trợ cho các chương trình đầu tư bền vững và nâng cao năng lực hướng đến các nhà đầu tư tổ chức trong nước có thể giúp nâng cao nhận thức. Điều này có thể bao gồm các chính sách và pháp luật khuyến khích những khoản đầu tư như vậy. Một số các cơ quan quản lý đã đưa ra những quy định để bắt buộc các nhà đầu tư tổ chức phải xem xét các rủi ro ESG. Ví dụ, Chile đã đưa ra luật mới trong đó yêu cầu các quỹ hưu trí phải xem xét đến các rủi ro về khí hậu và ESG như một phần trong các ma trận rủi ro của họ. Các trái phiếu được miễn thuế để các nhà đầu tư không bị bắt buộc trả thuế thu nhập trên lợi nhuận của trái phiếu xanh họ nắm giữ, đã được giới thiệu trong những ngữ cảnh như vậy.

**227. Trái phiếu xanh của chính phủ có thể cung cấp cơ sở nền tảng cho sự phát triển của thị trường trái phiếu dán nhãn trong nước ở Việt Nam.** Nhiều văn phòng quản lý nợ sử dụng cơ hội phát hành trái phiếu xanh của chính phủ để mở rộng cung cấp thông tin về những vấn đề bền vững cho các nhà đầu tư quốc tế và trong nước. Việc này là một phần trình bày thông tin thường xuyên cho nhà đầu tư và đưa lên trang web của văn phòng quản lý nợ. Khuôn khổ Các Cơ hội và Rủi ro Tự nhiên và Khí hậu của NHTG có thể là một mẫu có giá trị cho các cơ quan quản lý của Việt Nam. Việc lựa chọn dự án là một phần không thể tách rời của việc phát hành trái phiếu xanh của chính phủ. Các nhà đầu tư đang ngày càng tập trung vào việc đảm bảo các dự án phù hợp với những nhu cầu về tài chính thích nghi và giảm nhẹ khí hậu của đất nước. Nhiều nước đã thông qua hệ thống gắn thẻ để xác định các chi tiêu công cộng đủ điều kiện để hỗ trợ phát hành trái phiếu dán nhãn trong tương lai, khi nhu cầu cho trái phiếu dán nhãn của chính phủ có khả năng duy trì cao. Khi các cơ quan quản lý xúc tiến lập kế hoạch chính sách và phát triển hệ thống gắn thẻ đầu tư xanh, thì cần ưu tiên cải thiện trước việc lập kế hoạch nguồn lực cho tài chính ứng phó.

---

<sup>102</sup> Hướng dẫn cụ thể về triển khai những tiêu chuẩn quốc tế này bởi các thị trường mới nổi được kỳ vọng sẽ có tương đối nhanh sau khi những tiêu chuẩn này được phát hành.



**228. Một số tổ chức phát hành chính phủ cũng đã bắt đầu đổi mới hơn bằng việc đưa ra các công cụ mới, bao gồm trái phiếu liên kết bền vững (SLB).** Đây là những công cụ tài chính với cam kết tài chính gắn với những mục tiêu hoạt động bền vững cụ thể (SPT). Những mục tiêu này bao gồm những chỉ tiêu hoạt động chính (KPIs) liên quan đến bền vững mà tổ chức phát hành cam kết đạt được trong một khoảng thời gian. Nếu mục tiêu không đạt được, có thể phát sinh những chi trả thêm cho các trái chủ. Không giống như trái phiếu xã hội hoặc xanh, tiền huy động được thông qua các trái phiếu liên kết bền vững không được gắn với việc sử dụng cụ thể mà có thể vì các mục đích cân đối kế toán chung.<sup>103</sup>

#### HỘP 10. Phát triển thị trường trái phiếu ở Indonesia

**Indonesia là một ví dụ về những nỗ lực của các cơ quan chính phủ và các đối tác phát triển trong xây dựng thị trường trái phiếu xanh.** Vào cuối năm 2017, Cơ quan Dịch vụ tài chính Indonesia (FSA) đã ban hành quy định hướng dẫn các nguyên tắc và quy trình cho trái phiếu doanh nghiệp xanh. Cùng với đó, Bộ Tài chính chuẩn bị phát hành Sukuk Xanh<sup>104</sup> với sự hỗ trợ của các đối tác phát triển (bao gồm Ngân hàng Thế giới và Chương trình Phát triển Liên Hợp Quốc), đáng chú ý nhất là sự thiết lập khuôn khổ trái phiếu xanh, gắn nhãn các dự án đáp ứng các tiêu chuẩn xanh, hỗ trợ cho quá trình chứng nhận trái phiếu xanh, và chuẩn bị khuôn khổ cho việc báo cáo tác động.

**Năm 2018, một số công cụ xanh được phát hành bởi các tổ chức của Indonesia ở các thị trường khác nhau.** Tháng 3/2018, Bộ Tài chính phát hành trái phiếu xanh sukuk toàn cầu với giá trị 1,25 tỷ đô la Mỹ trên thị trường quốc tế, khai thác mảng thị trường mà chưa được tận dụng tối ưu (như thị trường quốc tế cho các công cụ xanh và Hồi giáo). Trong khi đó, do được tạo điều kiện bởi quy định của FSA, PTSMI - một công ty tài chính cơ sở hạ tầng của nhà nước - đã phát hành trái phiếu xanh vào tháng 7/2018 thông qua chào bán ra công chúng ở thị trường trong nước, với giá trị 500 tỷ rupee (32 triệu đô la Mỹ) theo chương trình phải hành tổng 3 nghìn tỷ rupee. Cùng tháng đó, IFC đã phát hành trái phiếu xanh bằng đồng rupee (được biết đến là trái phiếu Komodo xanh) với tổng giá trị là 2 nghìn tỷ rupee (140 triệu đô la Mỹ), tiền thu được từ đợt phát hành này được sử dụng để mua trái phiếu xanh phát hành thông qua chào bán riêng lẻ trên thị trường trong nước được phát hành bởi Ngân hàng OCBC-NISP.

**Kể từ đó, mối quan tâm đến các công cụ xanh của Indonesia đều duy trì cao.** Bộ Tài chính đã phát hành các Sukuk Xanh toàn cầu hàng năm với tổng giá trị phát hành kết hợp đạt 6,75 tỷ đô la Mỹ trong suốt giao đoạn 2018 - 2022. Thêm vào đó, từ 2019 Bộ tài chính hàng năm đã phát hành sukuk xanh trong nước, tổng giá trị đạt 11,8 nghìn tỷ rupee (808 triệu đô la Mỹ) cho đến nay. Sự tiếp nhận của các doanh nghiệp bị chậm lại trong những năm đầu thực hiện, nhưng đã tăng trưởng trong năm 2021. Trên thị trường quốc tế, công ty Tài chính hạ tầng PT IIF - một tổ chức tài chính cơ sở hạ tầng với các cổ đông chủ yếu là khu vực tư nhân - đã phát hành trái phiếu bền vững với giá trị là 150 triệu đô la Mỹ. Trong khi đó, trên thị trường trong nước, Ngân hàng BRI và BNI - hai ngân hàng thương mại lớn nhất - đều đã phát hành trái phiếu xanh vào năm 2022, với giá trị đạt 5 nghìn tỷ rupee (hay 330 triệu đô la Mỹ) mỗi ngân hàng.

103 Thông tin thêm về trái phiếu liên kết bền vững, truy cập vào International Capital Markets Association tại <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf> và Sáng kiến Trái phiếu Khí hậu tại [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsum\\_highlq32022\\_final.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_highlq32022_final.pdf).

104 Sukuk là một công cụ tuân thủ theo shariah (hồi giáo) với những đặc điểm tương tự như trái phiếu.

---

# Kết luận

---

**229. Việt Nam là một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất trên toàn cầu, với mục tiêu tiếp tục tăng trưởng khoảng 6,5% hàng năm trong vòng 25 năm tới để trở thành nước có thu nhập cao vào năm 2045.** Các thị trường vốn rất cần thiết trong việc lưu chuyển đầu tư hướng đến mục tiêu, và đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm gần đây. Điều này được thúc đẩy nhờ điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định và mong muốn của các cơ quan quản lý thúc đẩy phát triển thị trường vốn. Trong giai đoạn 2012- 2022, thị trường cổ phiếu đã tăng từ 46% GDP lên 55% GDP, thị trường trái phiếu Chính phủ tăng từ 15% lên 23% GDP và thị trường trái phiếu doanh nghiệp tăng từ 2% lên 15% GDP.

**230. Mặc dù có nhiều các cơ hội để cải thiện và tiến triển, sự phát triển vẫn cần tập trung tăng cường chất lượng các thị trường, chú không chỉ quy mô.** Mặc dù có quy mô vốn hoá thị trường lớn, nhưng số lượng vốn thực sự được huy động thông qua cổ phần trong vòng 5 năm qua chỉ đạt 92 nghìn tỉ đồng (3,8 tỉ đô la Mỹ) mỗi năm. Thị trường trái phiếu đóng vai trò quan trọng hơn trong huy động vốn cho nền kinh tế, huy động lần lượt khoảng 233 nghìn tỉ đồng (10 tỉ đô la Mỹ) trái phiếu chính phủ và 343 nghìn tỉ đồng (14 tỉ đô la Mỹ) trái phiếu doanh nghiệp được phát hành hàng năm. Huy động các nguồn tiết kiệm thông qua các nhà đầu tư tổ chức vẫn còn thấp. Tổng quy mô các nhà đầu tư tổ chức của Việt Nam chiếm 16% GDP, thấp hơn so với các nước khác. Mặc dù đã có lượng dữ liệu định giá lớn hơn, nhưng vẫn còn những khoảng trống lớn. Lợi tức trái phiếu chính phủ và các lãi suất thị trường tiền tệ chính thức không được sử dụng như các chuẩn xác định giá cho các tài sản khác. Các giao dịch trên thị trường cổ phiếu vẫn thi thoảng được thực hiện ở mức giá cao so với các mức giá chính thức. Khi không có thông tin về giá đáng tin cậy, việc phân bổ các nguồn lực kinh tế sẽ không hiệu quả.

**231. Tất cả các thành phần cơ bản của thị trường vốn đều đã tồn tại ở Việt Nam, mặc dù còn có những điểm yếu kém lớn và các công cụ phức tạp hơn chưa được xây dựng.** Thị trường tiền tệ được hình thành bởi thị trường liên ngân hàng đồng nội tệ, thị trường hoán đổi tỉ giá và thị trường repo, nhưng những thị trường này vận hành chưa hoàn hảo. Sự tăng trưởng hơn nữa của thị trường trái phiếu chính phủ trong nước đang bị cản trở bởi các hạn chế về pháp lý. Cơ sở nhà đầu tư cho trái phiếu chính phủ tập trung vào số ít các loại nhà đầu tư, gây hạn chế cho sự phát triển của thị trường thứ cấp sôi động và gây hại cho việc hình thành giá đáng tin cậy trên toàn bộ đường cong lợi suất. Thị trường chứng khoán doanh nghiệp đang tăng trưởng, nhưng còn có các vấn đề về minh bạch và bảo vệ nhà đầu tư.

Việc tập trung vào phát hành riêng lẻ do những rào cản trong quy trình chào bán ra công chúng đồng thời nghĩa là các nhà đầu tư cá nhân nhận được sự bảo vệ hạn chế. Điều này cũng có nghĩa là các nhà đầu tư tổ chức có tiếp cận hạn chế đến trái phiếu doanh nghiệp. Trên thị trường cổ phiếu, mặc dù vốn hoá thị trường cao, việc huy động vốn thông qua cổ phiếu đã giảm mạnh trong những năm gần đây. Cơ sở nhà đầu tư cổ phiếu chủ yếu tập trung các nhà đầu tư cá nhân trong nước, chiếm khoảng 95% trên tổng số tài khoản chứng khoán. Do vậy, cơ sở nhà đầu tư cần phải được mở rộng để giảm sự phụ thuộc vào BHHH cũng như thu hút thêm các nhà đầu tư tổ chức và nước ngoài, nhưng cần có những cải thiện về khả năng tiếp cận thị trường.

**232. BHHH Việt Nam là một trong những nhà đầu tư lớn nhất ở Việt Nam, đang quản lý khoảng 820 nghìn tỉ đồng (chiếm 10% GDP), nhưng không tham tích cực trên các thị trường chứng khoán doanh nghiệp.** Hơn nữa, cơ quan này cũng không đóng vai trò trong phát triển khu vực doanh nghiệp của Việt Nam hay hạ tầng của đất nước do luật yêu cầu chính sách đầu tư để đảm bảo an toàn, hiệu quả, và có khả năng thu hồi vốn. Do vậy, đầu tư vào chứng khoán nợ chính phủ chiếm đến 86% tài sản, phần còn lại là tiền gửi ngân hàng. Điều này không phù hợp đối với tổ chức có các nghĩa vụ thanh toán kỳ hạn dài nhiều thập kỷ, và như thế nên tìm kiếm các khoản thu lời dài hạn và bền vững. BHHH Việt Nam cần được định hướng để đầu tư vào khu vực doanh nghiệp của đất nước để giúp hỗ trợ tăng trưởng và phát triển những thị trường này. Việc này sẽ đòi hỏi phải xây dựng năng lực, kỹ năng quản trị và thẩm quyền cần thiết. Sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức khác còn hạn chế, nhưng có thể được hỗ trợ. Các công ty bảo hiểm nhân thọ cần được khuyến khích đa dạng hoá vào khu vực doanh nghiệp. Các quỹ hưu trí tư nhân không có động lực do thiếu các ưu đãi và hàng loạt các trở ngại trong quy định. Các quỹ đầu tư tồn tại, nhưng vẫn còn nhỏ và không thể cạnh tranh với các ngân hàng khi có những sai lệch trong môi trường lãi suất và đối xử thuế bất lợi.

**233. Việc nâng hạng lên thị trường mới nổi của Việt Nam trong tương lai có thể thu hút thêm lượng lớn các nhà đầu tư nước ngoài ổn định, nhưng sẽ cần những cải thiện đối với khả năng tiếp cận thị trường cổ phiếu và tính minh bạch.** Hiện tại, Việt Nam đang được xem xét để nâng hạng lên thị trường mới nổi bởi các nhà cung cấp chỉ số toàn cầu như MSCI và FTSE Russell. Việt Nam sẽ chuyển từ chỗ chiếm 30%-35% vốn hoá trong chỉ số thị trường cận biên lên khoảng 0,4% - 1% của thị trường mới nổi. Theo ước tính, việc này có thể thu hút thêm ngay 5 tỉ đô la Mỹ đầu tư ổn định của nước ngoài vào những nhóm hàng đầu của thị trường cổ phiếu. Điều này cũng đóng vai trò như nhân tố thúc đẩy cho các IPO lớn và cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, để nâng hạng thành công sẽ cần giải quyết trước những vấn đề về khả năng tiếp cận và tính minh bạch.

**234. Cần chú ý trong ngắn hạn về 3 vấn đề sau: vai trò của ngân hàng trên thị trường vốn, fintech, và tài chính bền vững.** Xung đột lợi ích của các ngân hàng cần phải được kiểm soát tốt bởi các cơ quan quản lý. Việc này sẽ cần sự phối hợp hiệu quả giữa các cơ quan có liên quan, giảm thiểu những kẽ hở quản lý liên quan đến vé nhà đầu tư, và thúc đẩy cạnh tranh để giúp hiện đại hoá các sản phẩm. Công nghệ tạo đột biến đối với các dịch vụ tài chính cũng đã

bắt đầu xuất hiện và các ngân hàng và trung gian cũng đã sẵn sàng xem xét vận dụng những thông lệ cho doanh nghiệp khởi nghiệp thông qua hợp tác, hấp thụ và thông qua các giải pháp nội bộ. Việc chuyển dịch sang nền kinh tế các-bon thấp và chống chịu với khí hậu cũng như vai trò của thị trường vốn trong việc thúc đẩy quá trình chuyển đổi này thông qua việc tái phân bổ vốn đã trở lên cấp bách hơn. Mặc dù chi phí cho việc này còn cao, nhưng vẫn còn thấp hơn nhiều so với việc không hành động hoặc hành động quá muộn khi đối phó với cuộc khủng hoảng này. Các thị trường vốn hiệu quả, được trang bị các công cụ và ưu đãi phù hợp, sẽ có vai trò quan trọng để huy động tài chính cần thiết.

**235. Khai mở tiềm lực của các thị trường vốn đòi hỏi việc giải quyết hàng loạt các thách thức phức tạp như báo cáo này đã nêu.** Sự phối hợp hiệu quả giữa các bên liên quan và sắp xếp thứ tự các hành động chặt chẽ sẽ giúp cho các cơ quan quản lý và các thành viên thị trường xây dựng lên thị trường cần thiết cho sự thịnh vượng, tăng trưởng và an ninh của Việt Nam. Thị trường đã có sự tham gia của nhiều loại hình thành viên, có thể được tận dụng để xây dựng và triển khai các giải pháp cùng với cơ quan chức năng. Mức độ liên kết chéo giữa các thành phần của thị trường (và với các bộ phận khác của lĩnh vực tài chính) không nên bị coi là thách thức, mà nên được coi là cơ hội để cùng nhau phối hợp và thực hiện những cải tiến đem lại lợi ích cho tất cả các bên. Tuy nhiên, việc sắp xếp thứ tự các cải cách cần được xem xét cẩn trọng để đảm bảo rằng những cải cách có thể hiệu quả sớm nhất có thể. Vì lý do đó, lập ra một uỷ ban ở cấp cao (hoặc tận dụng một uỷ ban hiện có) như đã khuyến nghị trong báo cáo này có lẽ là khuyến nghị quan trọng hơn hết.

---

# Danh mục tài liệu tham khảo

---

- Adrian, T., Laxton, D., & Obstfeld, M. 2018. “Advancing the Frontiers of Monetary Policy.” Washington, DC: International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781484325940.071>.
- Alexander, G., Heinrich, L., Karsten, L., & Markus, B. 2021. “The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2021” (Tenth edition). IESE Business School, University of Navarra. <https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2021/06/report2021.pdf>.
- Ambachtsheer, K. 2016. “The Future of Pension Management: Integrating Design, Governance, and Investing.” John Wiley & Sons. 256.
- Asian Development Bank. 2021. “ASEAN Corporate Governance Scorecard Reports and Assessments 2019.” <https://dx.doi.org/10.22617/TCS210345>.
- Asian Development Bank. 2021. Asia SME Monitor. <https://dx.doi.org/10.22617/SGP210459-2>.
- Bank Indonesia. 2020. “Bank Indonesia: Building a Modern and Advanced Money Market in a Digital Era. Bank Indonesia.” Blueprint for Money Market Development 2025. <https://www.bi.go.id/en/publikasi/kajian/Documents/Blueprint-For-Money-Market-Development-2025.pdf>.
- Bank for International Settlements Committee on the Global Financial System. 2007. “Financial Stability and Local Currency Bond Markets.” Switzerland: Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/cgfs28.pdf>.
- Bank for International Settlements Committee on Payment and Settlement Systems, (OICV)-IOSCO. 2012. “Principles for Financial Market Infrastructures.” <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.
- Bucheton, D., & Cominh, D. 1995. “The Development of a Vietnamese Insurance Industry Organization, Operation and Prospects.” <https://www.jstor.org/stable/41952226>.
- Cao, L., & Garcia-Feijoo, L. 2021. “The Emerging Asia Pacific Capital Markets: Challenges and Opportunities. CFA Institute Research Foundation. <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/rf-brief/rfbr-apac-capital-markets.ashx>.
- Climate Bond Initiative. 2022. [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsum\\_highlq32022\\_final.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_highlq32022_final.pdf).

- Decision 242/QĐ-TTg. 2019. “Scheme for Restructuring Securities and Insurance Markets.” Vietnam. <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Quy-dinh-242-QĐ-TTg-2019-phe-duyet-De-an-Co-cau-lai-thi-truong-chung-khoan-bao-hiem-408224.aspx>.
- Della Croce, R., & Yermo, J. 2013. “Institutional investors and infrastructure financing.” OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No.36, OECD Publishing. [https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/WP\\_36\\_InstitutionalInvestorsAndInfrastructureFinancing.pdf](https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/WP_36_InstitutionalInvestorsAndInfrastructureFinancing.pdf).
- Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. 2008. “Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth.” World Bank Policy Research Working Paper No. 4469. Washington, DC: World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4469>.
- Dragon Capital Vietfund Management Joint Stock Company. 2022. “Charter on Organization and Operation of Pension Funds in the Voluntary Supplemental Pension Programs.” [https://vfmcomvn.azureedge.net/dcvfmcomvn/uploads/vfm\\_files/report/2022/07/Pension-Fund-Charter\\_20220712.pdf](https://vfmcomvn.azureedge.net/dcvfmcomvn/uploads/vfm_files/report/2022/07/Pension-Fund-Charter_20220712.pdf).
- Diop, M. 2019. “Accelerating Vietnam’s Path to Prosperity.” Washington, DC: World Bank. <https://blogs.worldbank.org/voices/accelerating-vietnams-path-prosperity>.
- FTSE. Equity Country Classification Annual Reports.
- General Statistical Office of Vietnam. Statistical Yearbooks. Vietnam.
- General Statistical Office of Vietnam. 2021. “The Population and Housing Census 2019: Population Ageing and Older Persons in Viet Nam.” Vietnam. <https://www.gso.gov.vn/wp-content/uploads/2021/08/Dan-so-gia-hoaEN.pdf>.
- Hanoi Stock Exchange.
- Ho Chi Minh City Stock Exchange.
- Insurance Supervisory Authority. 2021. The Annual Report of Vietnam Insurance Market 2016-2020.
- International Capital Market Association. 2020. “Sustainability-Linked Bond Principles, Voluntary Process Guidelines.” <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>.
- International Monetary Fund. 2020, 2022. Article IV Consultation reports.
- Jackson, R., & Inglis, E. 2021. “Asian Provident Funds: Meeting Tomorrow’s Challenges.” Equitable Growth, Finance and Institutions Insight. Washington, DC: World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/35236>.
- McKinsey. 2021. “The New Faces of the Vietnamese Consumer.” <https://www.mckinsey.com/featured-insights/future-of-asia/the-new-faces-of-the-vietnamese-consumer>.



- MSCI. Global Market Accessibility Review Reports.
- Securities Exchange Malaysia. 2021. Annual report. Malaysia. <https://www.sc.com.my/annual-report-2021>.
- Shindo, T., & Stewart, F. 2021. “Developing Insurance Markets: Insurance Companies and Infrastructure Investments.” Washington, DC: World Bank. <https://doi.org/10.1596/36355>.
- Tamaki, N. 2012. “Managing Public Pension Reserve funds: The Case of the Government Pension Investment Fund (GPIF) of Japan.” *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 5, No.2. <https://ssrn.com/abstract=2147773>.
- Thailand Association of Investment Management Companies.
- The Saudi Stock Exchange (Tadawul).
- The State Securities Commission of Vietnam. 2021. Annual Report.
- The Securities and Exchange Commission, Thailand. 2021. “Annual Report: To Make the Capital Market “Work” for Everyone.” [https://media.set.or.th/set/Documents/2022/Dec/annual\\_report\\_2021\\_en.pdf](https://media.set.or.th/set/Documents/2022/Dec/annual_report_2021_en.pdf).
- Vietnam. 2020. Updated Nationally Determined Contribution. [https://unfccc.int/sites/default/files/NDC/2022-06/Viet%20Nam\\_NDC\\_2020\\_Eng.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/NDC/2022-06/Viet%20Nam_NDC_2020_Eng.pdf).
- Vietnam Bond Market Association. 2019; 2020; 2021. Annual Reports and Bond Market Reports.
- Vietnam Bond Market Association. 2021. Short-term Benchmark Rates Methodology. <https://www.vbma.org.vn/csv/markets/tables/vi/shortterm/file-download.pdf>.
- Vietnam Bond Market Association. 2022. FX Swap Curve Methodology. <https://vbma.org.vn/csv/markets/tables/en/fxswapcurve/file-download.pdf>.
- Viet Nam National Innovation Center. 2023. Viet Nam Innovation & Tech Investment Report 2023. [https://nic.gov.vn/wp-content/uploads/2023/04/ENG\\_Vietnam-Innovation-Tech-Investment-Report2023\\_final.pdf](https://nic.gov.vn/wp-content/uploads/2023/04/ENG_Vietnam-Innovation-Tech-Investment-Report2023_final.pdf).
- World Bank Group. 2016. “Live Long and Prosper: Aging in East Asia and Pacific.” Washington, DC: World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-0469-4>.
- World Bank Group. 2016. “Outcome Based Assessments for Private Pensions: A Handbook.” Washington, DC: World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/25194>.
- World Bank Group. 2018. “Case Study on the Employees Provident Fund of Malaysia.” Washington, DC: World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/30938>.
- World Bank Group. 2020. “Review of Retail Investment Fund Industry – Technical Note.” Washington, DC: World Bank.

- World Bank Group. 2021. “Vietnam: Adapting to an Aging Society.” Washington, DC: World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/544371632385243499/Vietnam-Adapting-to-an-Aging-Society>.
- World Bank Group. 2021. “Developing Insurance Markets: Insurance Companies and Infrastructure Investments.” Washington, DC: World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/36355>.
- World Bank Group. 2021. “Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets.” Washington, DC: World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/790921615526044752/Guidance-Note-for-Developing-Government-Local-Currency-Bond-Markets>.
- World Bank Group. 2022. “Country Climate and Development Report for Vietnam” (summary). Washington, DC: World Bank. <https://www.worldbank.org/en/country/vietnam/brief/key-highlights-country-climate-and-development-report-for-vietnam>.
- World Bank Group & Commonwealth. 2017. “The Evolution of the Canadian Pension Model: Practical Lessons for Building World-class Pension Organizations.” Washington, DC: World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/28828>.



