

**Tái cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam:  
Vấn đề và định hướng những giải pháp cơ bản<sup>1</sup>**

**TS Võ Trí Thành, Phó viện trưởng CIEM,  
TS Lê Xuân Sang, Trưởng ban, Ban Chính sách kinh tế vĩ mô, CIEM**

Hệ thống tài chính (HTTC), với đặc trưng là sự hiện diện của các định chế tài chính và thị trường tài chính (TTTC) (bao gồm thị trường tiền tệ, thị trường tín dụng - ngân hàng, thị trường chứng khoán (thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu)), có vai trò quan trọng trong huy động và phân bổ có hiệu quả các nguồn vốn trong nền kinh tế. Sự phát triển lành mạnh của HTTC là một nhân tố thiết yếu đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, nâng cao khả năng cạnh tranh của nền kinh tế, và góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững.

Công cuộc Đổi mới bắt đầu từ năm 1986 đã thay đổi đáng kể diện mạo đất nước Việt Nam. Nền kinh tế Việt Nam đã và đang chuyển đổi từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường và hội nhập sâu rộng hơn vào nền kinh tế thế giới nói chung và HTTC toàn cầu nói riêng. Các thể chế, định chế và cấu thành thị trường tài chính cũng từng bước được hình thành, cải cách theo nguyên tắc thị trường, hội nhập.

Trong bối cảnh khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế tại nhiều nước trên thế giới và suy giảm tăng trưởng kinh tế trong nước chưa chấm dứt, cùng với mức lạm phát cao, rủi ro tài chính – tiền tệ gia tăng, vấn đề tiếp tục cải cách, tái cấu trúc HTTC ở Việt Nam càng trở nên bức thiết. Quý 1/2012 Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Đề án Tái cơ cấu hệ thống ngân hàng (với một số nội dung đã và đang được thực hiện), Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020 và ban hành Chỉ thị về việc thúc đẩy hoạt động và tăng cường công tác quản lý, giám sát thị trường chứng khoán. Các văn bản này đã đưa ra một hệ thống các giải pháp nhằm kiện toàn, phát triển, và giảm thiểu rủi ro HTTC Việt Nam.

Với cách tiếp cận phát triển HTTC như một chỉnh thể (kể cả giác độ giám sát), dựa trên kinh nghiệm quốc tế cùng các chủ thuyết phát triển HTTC hiện đại, bài viết này đánh giá một cách khái quát các hạn chế, rủi ro của HTTC Việt Nam. Trên

---

<sup>1</sup> Bài trình bày tại Diễn đàn kinh tế mùa xuân 2012: “Kinh tế Việt Nam năm 2012: Khởi động mạnh mẽ quá trình tái cơ cấu nền kinh tế” (đăng tại Trang chủ của Ủy ban Kinh tế của Quốc hội: URL: [http://ecna.gov.vn/ct/ht/Lists/HoiThao/View\\_Detail.aspx?ItemID=18](http://ecna.gov.vn/ct/ht/Lists/HoiThao/View_Detail.aspx?ItemID=18))

cơ sở đó, bài viết đề xuất những định hướng giải pháp cơ bản, chủ yếu bỏ khuyết cho nội dung được nêu trong 2 Đề án nhằm thúc đẩy HTTC Việt Nam phát triển lành mạnh, đóng góp hữu hiệu cho phát triển kinh tế đất nước trong bối cảnh mới.

## **I. Bức tranh phát triển và những yếu kém, rủi ro của hệ thống tài chính Việt Nam**

Trong quá trình cải cách định hướng thị trường và hội nhập kinh tế quốc tế, HTTC Việt Nam đã từng bước phát triển, thể hiện trên các phương diện chủ yếu sau.

- Các bộ phận cấu thành cơ bản của TTTC được hình thành. Thị trường tiền tệ, thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu cùng các loại công cụ tài chính hay giấy tờ có giá, đã dần trở nên quen thuộc với công chúng. Nhiều định chế trung gian mới như công ty chứng khoán, công ty tài chính, công ty bảo hiểm nhân thọ, quỹ đầu tư,... được thành lập, trong đó một số hoạt động tương đối năng động và hiệu quả.
- HTTC và TTTC bước đầu tạo tiền đề cho việc thực hiện tốt vai trò, chức năng của mình. Thị trường tiền tệ từng bước phát triển, hoàn thiện theo hướng thị trường, là một cơ sở quan trọng để Ngân hàng Nhà nước (NHNN) chuyển sang áp dụng có hiệu quả hơn các công cụ tiền tệ, thực thi linh hoạt chính sách tiền tệ. Thị trường chứng khoán đã có những đóng góp ban đầu, dẫu còn chưa lớn, trong việc huy động các nguồn vốn dài hạn cho nền kinh tế.

Đặc biệt, hệ thống ngân hàng có những thay đổi theo hướng tích cực, ngày càng có vai trò trung gian lớn hơn trong huy động và phân bổ các nguồn vốn. Hệ thống ngân hàng bước đầu tiếp cận với một số hình thức kinh doanh hiện đại, theo thông lệ quốc tế. Chính sách tín dụng đối xử ngày càng bình đẳng hơn đối với thành phần kinh tế ngoài nhà nước. Tín dụng cho khu vực doanh nghiệp nhà nước (DNNN) có xu hướng giảm dần, trong khi đó tín dụng cho khu vực tư nhân ngày càng tăng. Khu vực ngân hàng có vốn đầu tư nước ngoài tăng sự hiện diện, với hình thức, phạm vi hoạt động tài chính ngày càng đa dạng và phát triển. Mức độ tích tụ của các ngân hàng nhà nước giảm (mặc dầu còn cao), với vốn chủ sở hữu ngày càng tăng. Một số ngân hàng thương mại nhà nước đã bắt đầu cổ phần hóa (một phần), góp phần thu hút nguồn vốn và nâng cao năng lực quản trị.

- HTTC dần được vận hành trong khung khổ pháp lý ngày càng hoàn thiện, mang tính thị trường hơn, bước đầu kết hợp được kinh nghiệm quốc tế với tình hình cụ thể ở Việt Nam. Các nguyên tắc quản lý tài chính tiên tiến và chuẩn mực quốc tế về tính minh bạch, kế toán, kiểm toán, giám sát,... đã và đang được thể chế hoá và ứng dụng trong thực tế. Các chính sách quản lý, phát triển TTTC cũng từng bước được hoàn thiện.

- Chức năng, nhiệm vụ của các cơ quan quản lý HTTC và TTTC (như NHNN, Bộ Tài chính, trong đó có Ủy ban Chứng khoán Nhà nước) đã được thể chế hoá.

Sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý HTTC và TTTC cũng như với các bộ ngành liên quan trong xử lý các vấn đề tác nghiệp phát sinh trở nên chặt chẽ hơn. Cùng với đó, hệ thống giám sát cũng đã hình thành và có bước phát triển nhất định, hoạt động theo mô hình giám sát theo định chế hay theo chuyên ngành<sup>2</sup>.

Tuy đã có những bước tiến tích cực, song nhìn tổng thể HTTC Việt Nam vẫn ở những nấc thang phát triển ban đầu, còn chứa đựng nhiều rủi ro không thể xem thường. Đến nay, TTTC Việt Nam đạt trình độ phát triển còn thấp, năm 2011 đứng ở thứ hạng 50 trên 60 TTTC phát triển nhất được xếp hạng theo đánh giá của Báo cáo *Chỉ số Phát triển tài chính 2011* của Diễn đàn Kinh tế thế giới (WEF 2011).

Xét theo từng chỉ số tài chính, trình độ phát triển về lượng của hệ thống ngân hàng Việt Nam đã đạt gần mức trung bình, kể cả các chỉ số dịch vụ ngân hàng; trong khi đó, xếp hạng về thị trường chứng khoán Việt Nam tương đối thấp. Khu vực dịch vụ ngân hàng Việt Nam được đánh giá khá tốt về hiệu quả hoạt động và độ sâu tài chính. Tuy nhiên, tỷ trọng sở hữu nhà nước quá cao là yếu tố “giảm thiểu” hiệu quả hoạt động và quản trị của toàn ngành ngân hàng (Bảng 1).

So sánh chung toàn cầu cho thấy, môi trường thể chế, kinh doanh của Việt Nam và trình độ phát triển các thị trường cấu thành TTTC Việt Nam còn kém phát triển, đặc biệt là các chuẩn mực về quản trị công ty, bao gồm chuẩn mực kiểm toán và báo cáo tài chính (mức độ và hiệu lực áp dụng), hiệu quả hoạt động của Hội đồng quản trị, bảo vệ lợi ích cổ đông thiểu số/nhà đầu tư (Bảng 1).

**Bảng 1: Xếp hạng trình độ phát triển tài chính Việt Nam theo một số chỉ tiêu chọn lọc, 2011**

Các chỉ số	Thứ hạng (trong 60 TTTC được xếp hạng)
<b>1. Môi trường thể chế</b>	<b>48</b>
<i>Tự do hóa tài chính</i>	48
<i>Quản trị công ty</i>	54
<i>Trong đó:</i>	
+ Áp dụng và hiệu lực các chuẩn mực về kiểm toán và báo cáo tài chính	59
+ Hiệu quả Hội đồng quản trị	49

<sup>2</sup> Theo đó, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) giám sát các hoạt động ngân hàng - tiền tệ), Bộ Tài chính giám sát thị trường bảo hiểm (Vụ Bảo hiểm)), thị trường chứng khoán (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước), các hoạt động của các cơ quan/doanh nghiệp thuộc Bộ (Thanh tra Bộ Tài chính); bên cạnh đó, Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia có chức năng tư vấn, giúp Chính phủ trong điều hành giám sát hệ thống tài chính.

+ Bảo vệ lợi ích cổ đông thiểu số	43
<i>Hiệu lực hợp đồng</i>	41
<b>2. Môi trường kinh doanh</b>	<b>53</b>
<i>Nhân lực</i>	57
<i>Thuế</i>	55
<i>Hạ tầng</i>	37
<i>Chi phí kinh doanh</i>	51
<i>Ổn định tài chính</i>	53
<i>Ổn định tiền tệ</i>	43
<i>Ổn định hệ thống ngân hàng</i>	36
<i>Rủi ro khủng hoảng nợ công</i>	52
<b>4. Dịch vụ tài chính ngân hàng</b>	<b>29</b>
<i>Chỉ số dung lượng (các chỉ số độ sâu tài chính so với GDP)</i>	20
<i>Chỉ số hiệu quả</i>	27
Trong đó,	
+Chỉ số lợi nhuận toàn ngành	12
+Chi phí ngân hàng	2
+Sở hữu nhà nước trong ngân hàng	51
<i>Công khai thông tin tài chính</i>	40
<b>5. Dịch vụ tài chính phi ngân hàng</b>	<b>48</b>
<i>Hoạt động IPO</i>	49
<i>Hoạt động M&amp;A</i>	46
<i>Bảo hiểm</i>	43
<i>Chứng khoán</i>	33
<b>6. Thị trường tài chính</b>	<b>49</b>
<i>Phát triển thị trường cổ phiếu</i>	49
<i>Phát triển thị trường trái phiếu</i>	42
<b>7. Tiếp cận tài chính</b>	<b>30</b>

*Nguồn:* Trích lược từ WEF (2011).

Ngoài những yếu kém, rủi ro của từng thị trường cấu thành sẽ được chỉ ra dưới đây, giám sát tài chính – một yếu tố mang tính sống còn đối với sự vận hành, phát triển thị trường – vẫn còn không ít bất cập.

1. Các cơ quan giám sát (NHNN, UBCKNN và Giám sát Bảo hiểm) vừa thực hiện chức năng cấp phép, ban hành cơ chế - chính sách, vừa thực hiện chức năng hướng dẫn, triển khai thực hiện cơ chế chính sách và kiêm luôn vai trò kiểm tra, thanh tra, giám sát hoạt động của các định chế tài chính. Điều này dễ dẫn tới xung đột về lợi ích, hiệu quả và hiệu lực giám sát không cao. Đặc biệt, hiện vẫn chưa có một cơ quan giám sát tài chính vĩ mô có đủ thẩm quyền và năng lực bộ máy để có thể cảnh báo, ngăn ngừa và xử lý hữu hiệu các loại rủi ro của HTTC đất nước. Điều này có liên quan đến bản chất của mô hình giám sát tài chính ở Việt Nam. Bản thân vị thế pháp lý yếu còn kém so với những “trọng trách” được giao của Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia (UBGSTCQG) cũng là nhân tố khiến sự phối kết hợp thiếu chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý, giám sát HTTC và TTTC.

2. Việc thực hiện giám sát trên cơ sở rủi ro, giám sát an toàn vĩ mô còn yếu kém; chủ yếu thiên về giám sát tuân thủ. Giám sát vẫn chưa bao quát được hoạt động của các tập đoàn kinh tế, nhất là tập đoàn tài chính (cả chính thức lẫn phi chính thức) trong nước, các tập đoàn xuyên quốc gia. Giám sát các rủi ro sở hữu chéo (giữa các ngân hàng, các định chế tài chính, tập đoàn, tổng công ty) yếu do thiếu minh bạch, công khai, đặc biệt do thiếu sự phối kết hợp, liên thông trong giám sát toàn bộ HTTC.

3. Hiện cũng còn thiếu khuyết các công cụ phục vụ cho giám sát an toàn vĩ mô và giám sát an toàn vi mô, nhất là đối với giám sát dựa trên rủi ro. Các mô hình phân tích định lượng, dự báo, kiểm định (như Mô hình Cảnh báo sớm khủng hoảng (EWS), Kiểm định khả năng chịu đựng các cú sốc tài chính – tiền tệ (ST), Giá trị có thể tổn thất (VaR) cho cả HTTC và cho từng định chế tài chính/danh mục đầu tư chưa được phát triển và thiếu thử nghiệm. Khác biệt giữa các tiêu chuẩn an toàn hoạt động, kế toán và kiểm toán của Việt Nam với tiêu chuẩn, thông lệ của quốc tế còn đáng kể. Điều này khiến việc áp dụng các chỉ tiêu an toàn hoạt động tài chính (ví dụ, tiêu chuẩn nợ xấu) không mang lại kết quả như ý muốn; gây ra một số khó khăn khi thực hiện giám sát các tổ chức tài chính quốc tế có hoạt động tại Việt Nam.

4. Bản thân các cơ quan thanh tra giám sát tài chính còn hạn chế, cả trên phương diện kỹ thuật lẫn nguồn nhân lực. Đến nay, công nghệ thu thập, xử lý thông tin để phục vụ cho hoạt động giám sát từ xa còn lạc hậu; trong khi đó, hiệu quả hoạt động giám sát tài chính lại phụ thuộc nhiều về khả năng thu thập thông tin, nhất là có được một hệ thống thông tin quản lý có khả năng cập nhật thông tin từ cơ sở đến cơ quan giám sát một cách nhanh chóng và chính xác. Chất lượng nguồn nhân lực giám sát còn bất cập so với yêu cầu. Nhìn chung, cán bộ thanh tra, giám sát chưa có khả năng sử dụng mô hình kiểm định và kiểm tra tính hiệu quả của mô hình quản trị rủi ro của các tổ chức tài chính.

Thách thức, rủi ro ở đây là hoạt động giám sát các định chế tài chính ngày càng trở nên khó khăn do sự gia tăng các sáng tạo tài chính và công nghệ thông tin - truyền thông, tự do hóa kinh tế - tài chính, các bộ phận của TTTC ngày càng đan xen nhau chặt chẽ;<sup>3</sup> các tổ chức tài chính ngày càng trở nên đa năng, đa quốc gia. Điều này đòi hỏi các cơ quan giám sát phải có tầm nhìn toàn cầu, khu vực và sự phối hợp chặt chẽ trong việc vừa quản lý một cách hiệu quả, vừa tạo điều kiện cho các bộ phận TTTC phát triển. Sự phối hợp này là rất cần thiết từ việc lập chiến lược phát triển tổng thể HTTC, sự hợp tác thường xuyên trong việc quản lý, xử lý những vấn đề của thị trường (nhất là lĩnh vực chứng khoán - ngân hàng), cho đến việc giám sát một cách có hiệu quả các đối tượng tham gia và hoạt động đan xen trên thị trường.<sup>4</sup>

Bản thân từng cấu thành của TTTC Việt Nam cũng còn không ít yếu kém, rủi ro.

Đối với hệ thống ngân hàng:

*Thứ nhất*, tuy đã giảm đáng kể, mức độ tích tụ và phân khúc thị trường còn tương đối cao; các ngân hàng thương mại (NHTM) Nhà nước hiện vẫn chiếm khoảng 55 - 57% thị phần huy động tiền gửi và thị phần tín dụng của toàn hệ thống. Các quỹ tín dụng nhân dân, số lượng lớn, song có thị phần huy động tiền gửi rất nhỏ (dưới 1%) và hoạt động chưa có hiệu quả cao. Tuy có xu hướng giảm trong vài ba năm gần đây, sự phân khúc thị trường thể hiện tương đối rõ ở các nhóm khách hàng theo ngành nghề kinh tế và theo khu vực sở hữu. Trong khi đó, phân khúc thị trường tín dụng vi mô, tín dụng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa được quan tâm đúng mức.

*Thứ hai*, rủi ro tín dụng rất lớn, trước hết có liên quan đến các khoản nợ xấu. Nợ xấu của các NHTM Việt Nam chủ yếu xuất phát từ việc thiếu/không giám định chặt chẽ các khoản vay có liên quan tới: (1) cho vay chính sách (theo chỉ định chính thức của Chính phủ và chỉ định ngầm); (2) cho vay các dự án/doanh nghiệp của các thành viên hội đồng quản trị/lãnh đạo các ngân hàng thương mại hoặc vay

---

<sup>3</sup> Các công ty chứng khoán thuộc các NHTM thực hiện tất cả các nghiệp vụ chứng khoán, bao gồm môi giới, tư vấn đầu tư, bảo lãnh phát hành, quản lý danh mục đầu tư, lưu ký chứng khoán và tư vấn cổ phần hóa. Bản thân nhiều ngân hàng cũng mở dịch vụ lưu ký chứng khoán, cho vay, cầm cố chứng khoán và đầu tư chứng khoán. Các hoạt động đan xen như vậy dẫn tới nhu cầu liên thông giữa các hệ thống lưu ký, thanh toán và cầm cố các loại chứng khoán, từ trái phiếu Chính phủ đến trái phiếu công ty và cổ phiếu và cũng tạo rủi ro đối với hệ thống giám sát theo chuyên ngành.

<sup>4</sup> Hoạt động của các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán trực thuộc ngân hàng vừa chịu sự giám sát của UBCKNN, vừa chịu sự giám sát của NHNN thông qua các ngân hàng mẹ. Từ đó phát sinh một số vấn đề liên quan đến những lĩnh vực cần có sự phối hợp của 2 cơ quan quản lý nhà nước, như việc cho vay cầm cố của ngân hàng; nghiệp vụ Repo giữa công ty chứng khoán và ngân hàng, quản lý rủi ro trong hoạt động đầu tư chứng khoán của ngân hàng mẹ liên quan đến hoạt động tự doanh và bảo lãnh phát hành của công ty chứng khoán con; việc công ty chứng khoán con bảo lãnh phát hành cho ngân hàng mẹ; thủ tục chấp nhận cầm cố chứng khoán lưu ký tại các Trung tâm Giao dịch Chứng khoán (TTGDCK) cho ngân hàng thương mại... Tuy nhiên, cho đến nay, chưa có một cơ chế phối hợp chính thức nào trong công tác này.

theo chủ nghĩa thân quen (cánh hâu); (3) các khoản vay bất động sản/chứng khoán (chính thức, hoặc „đội mũ“ cho vay sản xuất – tiêu dùng).

Rủi ro khoản vay còn liên quan đến các khoản thế chấp có giá trị có thể sụt giảm mạnh khi „bong bóng tài sản“ xì hơi và hoặc/và được định giá quá cao (có chủ ý) (ví dụ, bất động sản), hoặc do rủi ro chính sách. Ngoài ra, việc chưa áp dụng đầy đủ các chuẩn mực phân loại nợ quốc tế có thể tạo tâm lý xem nhẹ nợ xấu và các rủi ro kèm theo.

*Thứ ba*, rủi ro tín dụng có liên quan tới tình trạng “sai lệch kép” quá mức (trong cơ cấu kỳ hạn và cơ cấu đồng tiền trong bảng cân đối của các NHTM). Tình trạng sai lệch quá mức về cơ cấu thời hạn có thể thấy ở việc nguồn vốn huy động không kỳ hạn và ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng rất lớn, khoảng 75% song được các NHTM sử dụng một tỷ trọng quá mức để cho vay trung và dài hạn. Tình trạng này gây rủi ro lớn, đặc biệt là khi nguồn vốn được cho vay các dự án có hiệu quả thấp, thiếu sự thẩm định cần thiết. Mức sai lệch về cơ cấu đồng tiền rất nhạy cảm với biến động tỷ giá, lãi suất, nhất là trong bối cảnh tình trạng đô la hóa cao và tài khoản vốn được tự do hóa dần ở Việt Nam.

*Thứ tư*, rủi ro hoạt động còn liên quan tới tình trạng sở hữu chéo cổ phần (giữa các ngân hàng thương mại, các tập đoàn/tổng công ty có các hoạt động liên quan tới hoạt động tài chính, bất động sản). Tình trạng này tạo ra các nhóm lợi ích có thể chi phối thị trường, gây khó tách bạch sở hữu, do vậy, cản trở quá trình giám sát, tái cơ cấu ngân hàng; gây ra những cơn biến động mạnh về giá cả trên thị trường chứng khoán.

*Thứ năm*, rủi ro hoạt động, nhất là rủi ro thanh khoản, lãi suất còn cao, nhất là khi nhiều ngân hàng có năng lực tài chính hạn chế, năng lực quản trị rủi ro yếu kém (các chỉ tiêu CAMEL chưa đáp ứng đầy đủ yêu cầu của Basel I), có nguồn thu nhập chủ yếu dựa vào hoạt động tín dụng.

*Thứ sáu*, các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về quản lý, quản trị ngân hàng như quản lý rủi ro, quản trị tài sản có, tài sản nợ, khách hàng, sản phẩm, kiểm toán nội bộ,... mới được áp dụng, nên chưa thật sự hiệu quả và có hiệu lực cao. Nhìn chung, trình độ quản trị nội tại ngân hàng còn chưa đáp ứng tốt các chuẩn mực quốc tế như CAMELS và Basel.

*Thứ bảy*, bên cạnh thị trường tín dụng chính thức, ở Việt Nam còn tồn tại thị trường tín dụng phi chính thức với qui mô khá lớn, chủ yếu ở nông thôn. Các vụ đổ vỡ tín dụng đen từ năm 2011 đến nay cho thấy rõ quy mô và thiệt hại rất lớn của việc đổ vỡ kênh tín dụng này.

Từ năm 2011 đến nay, trong bối cảnh NHNN thắt chặt tiền tệ, mức lãi suất cho vay rất cao và có chọn lọc, thị trường bất động sản lao dốc, nhiều (khoảng 12%) doanh nghiệp gặp khó khăn buộc phải tạm ngừng hoạt động, giải thể, cùng với tác động

tiêu cực của khó khăn kinh tế trong nước và quốc tế, các yếu kém, rủi ro kể trên bắt đầu bộc lộ, đặc biệt là vấn đề thanh khoản, nợ xấu. Những khó khăn này đã buộc NHNN phải tái cơ cấu khu vực ngân hàng theo năng lực tài chính, nợ xấu và khả năng thanh khoản.

Đối với thị trường chứng khoán:

*Thứ nhất*, mức hiệu quả thị trường thấp thể hiện phần nào ở thực trạng là giá cả hàng hóa không phản ánh tức thời các thông tin trên thị trường và mức biến động về giá là rất lớn. Thị trường trái phiếu, nhất là trái phiếu công ty – vốn được coi có vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu rủi ro hệ thống (giảm thiểu sai lệch kép) vẫn kém phát triển (tổng vốn hóa thị trường trái phiếu Chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp tương ứng tương đương khoảng trên 16% năm và khoảng 2% GDP năm 2009). Thị trường chứng khoán kém phát triển cũng khiến các NHTM phải “đảm trách” việc cung cấp vốn dài hạn cho nền kinh tế - điều gây ra nhiều cơ rủi ro cho toàn HTTC

*Thứ hai*, ngoài nhân tố xuất phát điểm thấp, sự biến động mạnh trên thị trường là do trên thị trường còn ít hàng hóa có chất lượng/công ty lớn; tình trạng sở hữu chéo, thông tin chưa minh bạch; đặc biệt, chịu sự chi phối hành vi đầu cơ của các nhà tạo lập thị trường có vốn lớn, có thông tin nội gián và được sự ‘ưu ái’ của các công ty chứng khoán trong thanh toán và sử dụng các công cụ phái sinh (phi pháp), trong khi năng lực giám sát của UBCKNN chưa theo kịp, và chưa có chế tài thực thi, kỷ luật thị trường có hiệu lực cao. Mức giá thị trường, nhất là giá Phát hành lần đầu ra công chúng (IPO), trong thời gian dài được định ở mức quá cao. Thêm vào đó, lượng cung trên thị trường được cung ứng không đều, lúc quá nhiều, khi quá ít cũng dẫn đến những đột biến về giá cả trên thị trường.

*Thứ ba*, việc cổ phần hoá nhiều khi gắn kết không chặt với việc niêm yết (thường sau 2-5 tháng, có trường hợp kéo dài trên dưới 2 năm như SABECO, HABECO, Bảo Việt). Tính đại chúng của nhiều công ty niêm yết chưa cao, chưa đáp ứng được của một trong những tiêu chuẩn niêm yết là phân tán cổ phiếu trong công chúng. Cơ chế xác định giá cổ phiếu trên thị trường sơ cấp (IPO), nhất là trong giai đoạn từ quý I/2008 trở về trước, còn quá “méo mó”, bị chi phối bởi các hành vi tận thu (bán giá cao cho các nhà đầu tư, kể cả đầu tư chiến lược), đầu cơ, thao túng và trục lợi bất chính và các động cơ khác, có ảnh hưởng xấu tới sự phát triển lành mạnh của thị trường (làm tăng rất nhiều lần giá trúng đầu giá). Việc công bố thông tin về doanh nghiệp đấu giá cổ phần (trong Bản cáo bạch<sup>5</sup>, báo cáo tài chính) còn bất cập, không trung thực.

*Thứ tư*, các nhà đầu tư có tổ chức, chuyên nghiệp vẫn chưa nhiều; chủ yếu vẫn là các nhà đầu tư cá nhân, gần đây đã ít nhiều chuyên nghiệp hơn, song vẫn thiếu kỹ

<sup>5</sup> Một số bất cập có thể thấy trong công tác đấu giá cổ phần (ví dụ, trường hợp Intimex).



năng đầu tư và hạn chế rủi ro. Hành vi đầu tư của hầu hết các nhà đầu tư trong nước vẫn còn mang tính “bầy đàn” thái quá, nhất là trong bối cảnh thông tin thị trường còn quá bất cập và hiệu lực pháp luật/kỷ luật thị trường yếu. Các định chế trung gian, nhất là các công ty chứng khoán do quy mô vốn nhỏ, số lượng quá đông so với tổng vốn hóa/giá trị giao dịch thị trường, trong khi đó năng lực về vốn và quản lý, nhân lực thấp, nên rất nhiều công ty hoạt động kém hiệu quả. Trên thị trường thực sự vẫn còn thiếu vắng một số định chế tài chính quan trọng như các công ty xếp hạng tín nhiệm (có vai trò đặc biệt đối với thị trường trái phiếu), các ngân hàng đầu tư, các quỹ hưu trí và quỹ đầu tư tương hỗ. Các định chế bảo lãnh phát hành ở Việt Nam vẫn chủ yếu là các NHTM nhà nước; các công ty chứng khoán thực hiện bảo lãnh phát hành cổ phiếu chưa nhiều, chủ yếu là bảo lãnh phát hành đối với trái phiếu chính phủ.

*Thứ năm*, trong thời gian dài, lãi suất trái phiếu chính phủ vẫn chưa tạo dựng được đường cong lãi suất chuẩn làm cơ sở cho việc phát hành trái phiếu công ty và các hoạt động đầu tư trên TTTC. Thành phần tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ trên thực tế chủ yếu vẫn là các NHTM nhà nước và các hoạt động giao dịch chủ yếu trên thị trường sơ cấp. Mức ấn định lãi suất trái phiếu đôi khi không hợp lý, thiếu hấp dẫn, là một nguyên nhân khiến nhiều cuộc đấu thầu (nhất là trong năm 2008-2009) bị thất bại (Sự ra đời của thị trường chuyên biệt gần đây mong rằng giải quyết đáng kể những bất cập kể trên).

*Thứ sáu*, quản trị doanh nghiệp cổ phần tuy được cải thiện đáng kể trong các công ty niêm yết song quyền lợi hợp pháp của các cổ đông thiểu số vẫn chưa được bảo vệ hữu hiệu trên thực tế. Tỷ trọng vốn nhà nước vẫn còn lớn trong nhiều DNNN lớn (khoảng 75%), là tác nhân được coi là ảnh hưởng tiêu cực tới (mức độ cải thiện) chất lượng quản trị và hiệu quả sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp (trong thời gian dài, ở Trung Quốc tình trạng này rất phổ biến). Hiện tượng giao dịch nội gián vẫn còn và nhiều trường hợp chưa được nghiêm trị đích đáng (xem thêm Bảng 1).

*Thứ bảy*, chuẩn mực về công bố thông tin, khả năng giám sát thị trường chậm được cải thiện, không theo kịp với sự phát triển năng động, tinh vi của thị trường, Cách thức công bố thông tin chưa đáp ứng chuẩn mực quốc tế; các thông tin đưa sai chậm được cải chính. Đối với các công ty không niêm yết, chỉ có một số nhỏ là thực hiện nghĩa vụ báo cáo cho các cơ quan nhà nước có liên quan. Khả năng kiểm soát các luồng vốn gián tiếp (nhất là giá trị, nguồn gốc) của các nhà đầu tư nước ngoài chậm được cải thiện, đặc biệt, đối với nguồn vốn đầu tư theo uỷ thác.

Các chuẩn mực kế toán, kiểm toán và báo cáo tài chính vẫn còn hạn chế, đang trong quá trình tương thích hoá với các chuẩn mực quốc tế. Tính xác thực, chất lượng của các báo cáo tài chính là rất thấp, nhất là đối với các báo cáo chưa kiểm

toán.<sup>6</sup> Việc cưỡng chế thực thi pháp luật đối với các trường hợp không tuân thủ nhìn chung còn yếu. Ngoài ra, hệ thống thanh toán, hạ tầng công nghệ thông tin chưa theo kịp sự phát triển của thị trường cũng là những tác nhân kìm hãm sự phát triển lành mạnh của thị trường.

*Cuối cùng*, việc nhiều tổng công ty nhà nước đầu tư vào các lĩnh vực ngoài lĩnh vực kinh doanh cốt lõi (vào thị trường chứng cổ phiếu, thành lập các định chế tài chính, trong đó có các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư) *trong khi thiếu năng lực cần thiết* cũng không những gây rủi ro cho bản thân mà còn gây rủi ro cho cả HTTC.

## **II. Những định hướng giải pháp cơ bản**

Từ cuối năm 2011, NHNN đã xây dựng và được Chính phủ phê duyệt Đề án Tái cơ cấu hệ thống ngân hàng (Ban hành kèm theo Quyết định số 254/QĐ-TTg 01/03/2012 của Thủ tướng Chính phủ), với một số nội dung đã và đang được thực hiện (ví dụ: tiến hành phân loại tổ chức tín dụng thành 4 nhóm và các ấn định các hạn mức tín dụng tương ứng, hỗ trợ thực hiện 3 ngân hàng sáp nhập). Bộ Tài chính cũng đang hoàn thiện Đề án Tái cấu trúc thị trường chứng khoán (Thủ tướng đã ban hành Chỉ thị 08/CT-TTG về việc thúc đẩy hoạt động và tăng cường công tác quản lý, giám sát thị trường chứng khoán và Quyết định QĐ 252/QĐ-TTg Phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020).

Các nhóm giải pháp chính định hướng tái cơ cấu hệ thống ngân hàng được đưa ra trong Đề án Tái cơ cấu hệ thống ngân hàng bao gồm: (i) Định hướng và giải pháp cơ cấu lại NHTM nhà nước; (ii) Định hướng chấn chỉnh, sắp xếp lại các NHTM cổ phần, công ty tài chính, các tổ chức tín dụng nước ngoài, công ty cho thuê tài chính, quỹ tín dụng nhân dân (bao gồm tái cơ cấu các tổ chức tín dụng lành mạnh, các tổ chức tín dụng thiếu thanh khoản tạm thời, các tổ chức tín dụng yếu kém (thông qua tập trung hỗ trợ thanh khoản; sáp nhập, hợp nhất, mua lại; cơ cấu lại tài chính, hoạt động và quản trị của tổ chức tín dụng (thông qua xử lý nợ xấu; tăng quy mô và chất lượng vốn tự có của tổ chức tín dụng; làm sạch và cơ cấu lại bảng cân đối kế toán theo hướng lành mạnh); (iii) Củng cố và đổi mới hệ thống quản trị ngân hàng phù hợp hơn các thông lệ chuẩn mực quốc tế thông qua tăng tính minh bạch; niêm yết cổ phiếu; tăng tính đại chúng; có kế hoạch hợp lý thoái vốn đầu tư và chấm dứt kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng tại tổ chức tín dụng; xử lý đối với các cổ đông lớn, người có liên quan vi phạm quy định về giới hạn sở hữu cổ phần tại ngân hàng thương mại cổ phần và các tổ chức tín dụng sở hữu vốn chéo lẫn nhau; các điều kiện, tiêu chuẩn về năng lực quản trị, kinh nghiệm công tác và trình độ chuyên môn đối với các chức danh lãnh đạo, quản lý chủ chốt của các tổ

---

<sup>6</sup> Ví dụ, số liệu kiểm toán trong Quý I/2009 cho thấy, có gần 2/3 báo cáo tài chính có sai lệch quá lớn (so với báo cáo được soát xét về mức lợi nhuận, thậm chí lỗ báo cáo thành lãi).

chức tín dụng; (iv) Phát triển các hệ thống quản trị rủi ro phù hợp với các nguyên tắc, chuẩn mực của Basel II.

Chỉ thị 08/CT-TTG của Thủ tướng Chính phủ về việc thúc đẩy hoạt động và tăng cường công tác quản lý, giám sát thị trường chứng khoán theo các nội dung chính sau:

- Phát triển hệ thống các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp;
- Nâng tiêu chuẩn niêm yết, đăng ký giao dịch chứng khoán trên Sở Giao dịch chứng khoán;
- Xây dựng kế hoạch và lộ trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước; thoái vốn đối với các doanh nghiệp không thuộc danh mục nhà nước tham gia cổ phần;
- Thực hiện tái cấu trúc thị trường trái phiếu;
- Phát triển một số sản phẩm mới của thị trường chứng khoán trên nguyên tắc thận trọng, đảm bảo hiệu quả và khả năng quản lý, giám sát;
- Nghiên cứu cải tiến hệ thống thanh toán chứng khoán và thanh toán tiền giao dịch chứng khoán, nghiên cứu xây dựng đề án quản lý tập trung tài khoản tiền giao dịch chứng khoán và tài khoản chứng khoán của người đầu tư;
- Tăng cường quản lý, giám sát thị trường chứng khoán, đảm bảo thị trường phát triển ổn định, hiệu quả; đánh giá, phân loại, giám sát hoạt động của các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ theo tiêu chí an toàn tài chính do Bộ Tài chính đã ban hành; và
- Tổng hợp, đánh giá việc chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thành công ty cổ phần và rà soát.

Nhìn chung, hai Đề án đã đưa ra một hệ thống giải pháp tương đối toàn diện nhằm xử lý các yếu kém, rào cản phát triển của từng thị trường; hỗ trợ phát triển, giảm rủi ro hoạt động cho từng thị trường riêng biệt, tham khảo nhiều kinh nghiệm và thông lệ quốc tế tốt và có khả năng thực thi. Tuy nhiên, nhiều giải pháp này còn chưa thể hiện rõ định hướng cách làm cụ thể, không khác nhiều so với các giải pháp được đưa ra trong các chiến lược/đề án ở giai đoạn trước. Điều quan trọng hơn là vẫn chưa có các nhóm giải pháp mang tính bao trùm, có hệ thống và liên thông giữa các thị trường cấu thành. Vấn đề tăng cường giám sát dựa trên rủi ro, mang tính hệ thống chưa được đề cập.

Dưới đây sẽ bỏ khuyết các nhóm giải pháp mà hai Đề án chưa đưa ra, đồng thời, chi tiết hóa một số giải pháp trong hai Đề án.

#### Các giải pháp tái cơ cấu TTTC

*Một là, tái cấu trúc HTTC theo hướng cân đối hơn thông qua lành mạnh hóa thị trường tín dụng và nâng cao vai trò TTCK trong huy động vốn dài hạn cho doanh*

*nghiệp.* Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, trong dài hạn, việc tạo lập một thị trường vốn có cấu trúc cân đối hơn là rất quan trọng để có được một HTTC hoạt động an toàn và hiệu quả, giảm thiểu rủi ro của hệ thống ngân hàng, nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp. Chính vì vậy, bên cạnh công cuộc cơ cấu lại hệ thống ngân hàng, việc đồng thời phát triển thị trường chứng khoán (thị trường cổ phiếu, và đặc biệt là thị trường trái phiếu) có ý nghĩa chiến lược trong dài hạn (xem thêm Hộp 1). Ở đây, mô hình Canada cũng có thể là một tham khảo tốt cho Việt Nam.

*Hai là, đổi mới mô hình và cách thức giám sát TTTC.* Trong dài hạn, cần chuyển từ mô hình giám sát theo định chế/chuyên ngành sang mô hình giám sát hợp nhất (một phần rồi toàn bộ). Để làm tốt những yêu cầu này, trong 5-10 năm tới, Việt Nam cần phân định rõ, tăng cường chức năng, nhiệm vụ của các cơ quan quản lý, nhất là đối với NHNN, UBCKNN/Bộ Tài chính. NHNN cần có mức độ độc lập hơn nữa trong xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ - ngân hàng; đặc biệt, cần tăng cường hiệu lực sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý cũng như nâng cao hơn nữa vị trí pháp lý cho Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia. Sau năm 2020, có thể từng bước áp dụng mô hình giám sát hợp nhất một phần rồi tiến hợp nhất giám sát toàn bộ HTTC.

Trong ngắn và trung hạn, nâng cao hiệu quả và hiệu lực giám sát chuyên ngành, đồng thời, tăng cường giám sát tài chính vĩ mô của toàn bộ HTTC cũng như hoạt động các tập đoàn tài chính. Đặc biệt, cần xây dựng các chế định, tiêu chí phân loại và giám sát các tập đoàn tài chính; xây dựng hệ thống chỉ tiêu giới hạn tín dụng, chỉ tiêu đánh giá hệ số an toàn vốn tối thiểu (vốn pháp định), và vốn bổ sung đối với tập đoàn toàn chính. Cần bảo đảm nguyên tắc cơ bản là thực hiện giám sát chặt chẽ song không bóp nghẹt tính năng động, sáng tạo của các định chế tài chính.

Đổi mới cách thức giám sát cũng là đường hướng quan trọng trong bối cảnh mới. Trước hết, tăng cường hiệu lực giám sát tuân thủ, đồng thời chuyển dần sang giám sát dựa trên rủi ro thông qua việc thu hẹp các chuẩn mực trong nước với quốc tế (hoàn tất Basel II, tiến tới Basel III, xem thêm Hộp 2) và xây dựng và áp dụng các chỉ tiêu giám sát và ngưỡng cảnh báo an toàn vĩ mô, các mô hình định lượng (như EWS, ST, VaR).

### **Hộp 1: Một số kinh nghiệm cải cách thị trường tài chính Trung Quốc**

#### *1. Cải cách NHTMNN*

Sau khi gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO) (2001), Trung Quốc đã có một chiến lược khá toàn diện trong cải cách hệ thống NHTM nhà nước, với mục tiêu cuối cùng được Đảng Cộng sản và Chính phủ Trung Quốc đề ra là “chuyển đổi các NHTM nhà nước thành các NHTM cổ phần có khả năng cạnh tranh quốc tế với cấu trúc quản trị thích hợp, an toàn về vốn, kiểm soát nội bộ chặt chẽ, hoạt động kinh doanh an toàn và hiệu quả, với dịch vụ có chất lượng cũng như mức lợi nhuận mong muốn”. Chiến lược cải cách trong giai đoạn này dựa trên 3 hướng chủ đạo, bao gồm: (i) Nhà nước tích cực

bảo lãnh việc tái cơ cấu vốn và xử lý nợ xấu của các NHTM nhà nước, đẩy mạnh cải cách thể chế; (ii) áp dụng các thông lệ quốc tế tốt nhất về quản trị ngân hàng; và (iii) niêm yết các NHTM nhà nước trên thị trường chứng khoán Hồng Kông và thế giới.

## *2. Cải cách thị trường chứng khoán*

Trong những năm 1990, ngoài những nỗ lực cải thiện đáng kể cơ chế IPO, Chính phủ Trung Quốc chú trọng tăng cường kỷ luật minh bạch, công khai thông tin; tăng hiệu lực thực thi pháp luật thông qua thành lập các Ủy ban Thực thi (do Thứ trưởng Bộ Công an đứng đầu), sửa đổi Bộ luật Hình sự; đặc biệt, khá mạnh tay trong việc trấn áp với các hành vi vi phạm công khai thông tin, gian lận, thao túng, lũng đoạn, nội gián trên thị trường... Bên cạnh đó, Trung Quốc cũng đã thực hiện các cải cách sâu rộng đối với các ngành nghề có liên quan đến thị trường và hoạt động chứng khoán như hệ thống kế toán nhà nước, kiểm toán, công chứng, luật sư... Điều đáng lưu ý là, đã từ lâu (năm 1996), Trung Quốc đã tách các công ty chứng khoán ra khỏi các ngân hàng, chủ yếu do tình trạng rất khó kiểm soát các hoạt động đầu cơ (thông qua các hoạt động tự doanh) quá mức của các công ty này, qua đó, giảm thiểu rủi ro tài chính của toàn bộ HTTC.

*Nguồn: Tổng hợp the Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (2004) và Nguyễn Xuân Trình và cộng sự, (2010).*

Trên bình diện quốc tế, Việt Nam cần tiếp tục phối hợp, chia sẻ thông tin và kinh nghiệm về giám sát các tập đoàn tài chính với các quốc gia khác; chẳng hạn, cần tích cực tham gia vào các Diễn đàn thanh tra, giám sát do Trung tâm nghiên cứu và đào tạo của Các ngân hàng trung ương Đông Nam Á (SEACEN) - diễn đàn để trao đổi thông tin giữa các cơ quan giám sát từ các quốc gia khác nhau, và cho những buổi làm việc 3 bên với ngân hàng mẹ của định chế tài chính. Qua đó, Việt Nam có thể tránh được những kẽ hở giám sát đã được phát hiện ở các quốc gia khác, đồng thời có những bước đi phù hợp với trình độ phát triển tài chính của mình nhằm bảo đảm an toàn tài chính quốc gia.

Hơn nữa, nâng cao năng lực hệ thống hạ tầng công nghệ giám sát và năng lực của bộ máy nhân lực giám sát thông qua việc xây dựng cơ sở dữ liệu đầy đủ, nhất quán và áp dụng công nghệ giám sát hiện đại (ít nhất là phải có hệ thống thông tin quản lý (MIS) để cập nhật thông tin từ cơ sở được giám sát đến cơ quan giám sát một cách nhanh chóng, kịp thời và đưa ra các dự báo kịp thời, chính xác), và nâng cao năng lực phân tích chính sách và dự báo tài chính vĩ mô của các cán bộ giám sát. Đây là những điều kiện cần thiết để nâng cao năng lực giám sát an toàn vĩ mô và giám sát dựa trên rủi ro.

*Ba là, áp dụng rộng rãi chuẩn mực quốc tế và bảo đảm tính trung thực, hiệu lực, chế tài thực thi cao trong áp dụng các chuẩn mực kế toán, kiểm toán quốc tế, báo cáo tài chính quốc tế và hệ thống thống kê, định giá tài sản doanh nghiệp.* Kinh nghiệm Trung Quốc trong xử lý vấn đề này là rất đáng tham khảo (Hộp 1). Tiếp

tục hoàn thiện quy chế kiểm toán độc lập đối với các tổ chức tín dụng cho phù hợp với thực tiễn Việt Nam và thông lệ quốc tế. Tiếp tục hoàn thiện tổ chức bộ máy, hoạt động của cơ quan kiểm toán nội bộ và hệ thống kiểm soát nội bộ; xây dựng, củng cố và phát triển các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước (hiện đã có 3 tổ chức) có năng lực, uy tín chuyên môn cao; đảm bảo bình đẳng tương đối trong tiếp cận thông tin cho các doanh nghiệp thuộc các thành phần sở hữu khác nhau để đảm bảo xây dựng được các công ty chuyên nghiệp và bình đẳng cạnh tranh.

Những biện pháp tái cơ cấu trên là điều kiện tối quan trọng cho việc bảo vệ và gây dựng lòng tin cho các nhà đầu tư/cổ đông thiểu số, nâng cao chất lượng quản trị, giúp xếp hạng doanh nghiệp có hiệu quả và giúp doanh nghiệp dễ tiếp cận và thu hút tốt các nguồn vốn dài hạn (ngân hàng, cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp) và góp vốn đầu tư vào các doanh nghiệp chưa niêm yết (private equity) - những điều rất quan trọng do phần lớn (khoảng 75%) doanh nghiệp phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng.

*Bốn là, tái cơ cấu thị trường tín dụng ngân hàng.* Bản Đề án đã nêu khá đầy đủ các định hướng, giải pháp chính. Tuy nhiên, bên cạnh “những việc phải làm ngay”, cần nhấn mạnh trọng tâm của quá trình tái cơ cấu là cổ phần hóa các NHTM Nhà nước, nhất là trong chào bán cổ phiếu và niêm yết trên thị trường chứng khoán (xem phần dưới), đổi mới chính sách tuyển dụng lãnh đạo/quản lý các ngân hàng (theo hướng chuyên nghiệp, không thiên lệch các tiêu chí mang tính chính trị, cũng như chính sách tiền lương cho họ.

## **Hộp 2: Thái Lan: Tái cơ cấu hệ thống tài chính sau khủng hoảng Đông Á (1997-1998) giúp chống đỡ thành công khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008 đến nay)**

Thái Lan đã phải gánh chịu tác động khủng hoảng Đông Á (1997-1998) rất nặng nề, với tổng phí tổn khắc phục lên tới mức tương đương 33% GDP năm 2006. Gần 15 năm qua đã chứng minh Chính phủ nước này đã khá thành công trong việc tái cơ cấu HTTC của mình, giúp TTTC trở nên lành mạnh, an toàn, có sức chống đỡ khá “dẻo dai” trước khủng hoảng tài chính toàn cầu hiện nay. Các nhóm giải pháp chính sách chủ yếu bao gồm:

- Tái cơ cấu một cách toàn diện HTTC thông qua can thiệp vào các ngân hàng yếu kém (giảm số tổ chức tín dụng từ 124 trước khủng hoảng 1997 xuống còn 45 vào giữa năm 2007), tái cơ cấu vốn, cơ cấu lại các khoản nợ, đổi mới công tác quản lý, giám sát; giảm hệ số đòn bẩy (hệ số Nợ/vốn chủ sở hữu giảm từ 1,2 năm 1998 xuống còn 0,7 năm 2007); nâng cao quản trị ngân hàng; phát triển mạnh thị trường chứng khoán, nhất là thị trường trái phiếu công ty.
- Chuyển sang giám sát dựa trên rủi ro (theo Basel II, từ 2013 áp dụng Basel III), thực hiện giám sát hợp nhất, áp dụng chuẩn mực kế toán quốc tế tiên tiến (nhất là IAS 39 – đo lường các giao dịch tài chính).
- Tăng cường tiếp cận tài chính và bảo vệ người tiêu dùng.

Thái Lan từ năm 2007 đến nay đã chống đỡ khá tốt đối với khủng hoảng nợ dưới chuẩn, một phần nhờ cấu trúc nợ hữu hiệu, song có phần quan trọng là nhờ cải cách mạnh bạo, sâu rộng HTTC sau khủng hoảng Đông Á.

Vấn đề đặt ra đối với Thái Lan là thích ứng với môi trường toàn cầu thay đổi phức tạp mà không gây hại nền kinh tế trong nước. Trong tình hình mới, vấn đề quan trọng là đảm bảo vai trò của HTTC trong nâng cao cầu trong nước như là động lực tăng trưởng chính, đồng thời chuyển dịch thành công mức tiết kiệm cao trong nước sang đầu tư lĩnh vực sản xuất hữu hiệu.

*Nguồn:* Tóm lược từ Bandid Nijathaworn (2011).

Phát triển đội ngũ cán bộ cán bộ ngân hàng nhất là thanh tra, giám sát có trình độ nghiệp vụ cao, có phẩm chất chính trị và đạo đức nghề nghiệp tốt, được trang bị đầy đủ kiến thức quản lý, nghiệp vụ và các công cụ thực thi nhiệm vụ và kiến thức về pháp luật.

*Năm là, tái cơ cấu thị trường chứng khoán, trong đó lành mạnh hóa thị trường cổ phiếu và thúc đẩy phát triển mạnh thị trường trái phiếu, nhất là thị trường trái phiếu công ty.*

Các nhóm giải pháp định hướng cũng đang trong quá trình triển khai và thể chế hóa. Tuy nhiên, trọng tâm cải cách mới trong thời gian tới là đẩy mạnh (thậm chí ép buộc) cổ phần hoá DNNN lớn, nhất là các NHTM nhà nước chào bán chứng

khoán (nhất là cổ phiếu) thông qua niêm yết cổ phiếu, chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR)<sup>7</sup> ở nước ngoài. Đây là đường hướng mà Trung Quốc chủ trương thực hiện rất thành công, nhất là trong việc cải thiện quản trị ngân hàng, doanh thu huy động vốn so với niêm yết trong nước (năm 2011 Agriculture Bank of China là NHTMNN cuối cùng đã niêm yết một phần ở Hồng Kông).

Cần xử lý các “nút nghẽn” trong cổ phần hóa và niêm yết (nhất là đối với các DNNN lớn) trên thị trường chứng khoán như đổi mới quy định về giá cổ phiếu bán cho nhà đầu tư chiến lược, xây dựng, ban hành quy định cụ thể về niêm yết GDR, quy định về thời gian giữa cổ phần hóa và niêm yết; giải quyết tư tưởng tận thu khi cổ phần hóa (bán càng được giá cao càng tốt) để đẩy nhanh cổ phần hóa và điều có ý nghĩa chiến lược là nâng cao chất lượng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu, xây dựng các quy định pháp quy để thành lập Quỹ tín thác đầu tư bất động sản nhằm giảm thiểu rủi ro cho hệ thống ngân hàng, nhà đầu tư, tăng hiệu quả đầu tư cho nền kinh tế.

Hoàn thiện các cơ sở pháp lý cho việc sáp nhập, hợp nhất và mua lại cũng như phá sản các công ty chứng khoán. Nâng cao năng lực nghiệp vụ chuyên môn và quản lý tài sản đối với công ty chứng khoán, áp dụng rộng rãi các thông lệ chuẩn mực kế toán, kiểm toán quốc tế.

Hoàn thiện hệ thống thu thập, công khai thông tin, nâng cao chất lượng, độ tin cậy và chuẩn hoá nội dung thông tin công bố. Tiếp tục tăng cường chế tài thực thi và tăng cường kỷ luật trên thị trường chứng khoán. Nâng cao và duy trì thường xuyên các chế tài, mức xử phạt hiện tại nhằm tăng tính răn đe và phòng chống sai phạm, tái phạm trên TTCK, nhất là trong điều kiện thị trường phát triển quá nóng. Kinh nghiệm Trung Quốc là cũng đáng tham khảo.

Trao nhiều quyền hơn cho UBCKNN, nhất là trong xử lý các sai phạm; trong dài hạn, cần (tái) trao vị thế là cơ quan trực thuộc Chính phủ để quản lý, thúc đẩy thị trường chứng khoán hoạt động có hiệu quả và lành mạnh hơn.

\*

\* \*

Có thể nói, mục tiêu của tái cơ cấu tài chính ở Việt Nam là hướng tới một HTTC an toàn, có cấu trúc cân đối hơn, và do vậy, phải dựa trên 3 chân kiềng, bao gồm: 1) Bảo vệ hữu hiệu lợi ích nhà đầu tư/cổ đông thiểu số thông qua cải thiện hệ thống

---

<sup>7</sup> Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (Mã CK: HAG) là trường hợp thành công điển hình trong năm 2011. Thông qua ngân hàng lưu ký Deutsche Bank Trust Company Americas (DBTCA), 24,3 triệu GDR của HAG đã được phát hành, niêm yết và giao dịch trên sàn Professional Securities Market (PSM) của Sở giao dịch chứng khoán London (LSE) ngày 23/03/2011. Nỗ lực này giúp HAG huy động được 60 triệu USD, đồng thời, thu hút được sự chú ý của nhà đầu tư quốc tế đối với thương hiệu của mình.



thông tin minh bạch, kiểm toán, kế toán, định giá, báo cáo tài chính và các chế tài hữu hiệu, kỷ luật thị trường; 2) Hoàn thiện hệ thống giám sát tài chính như một trụ cột/chân kiềng; và 3) Cổ phần hóa mạnh mẽ các NHTM nhà nước, doanh nghiệp Nhà nước, công ty bảo hiểm đi liền với cải cách hệ thống quản trị tại các định chế này cùng phát triển các định chế tài chính chuyên nghiệp. Ba chân kiềng này được xây dựng thành công hay không tùy thuộc vào khả năng, ý chí chính trị vượt qua các nhóm lợi ích đứng sau và/hoặc “trú ngụ” tại các ngân hàng, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư và công ty tài chính.

## Tài liệu tham khảo

1. Bandid Nijathaworn (2011). “Thailand: From Financial crisis to resilience”, Where is Thailand headed?, *EastAsia Forum*, Volum 3#4, October-December.
2. Chỉ thị 08/CT-TTG thúc đẩy hoạt động và tăng cường công tác quản lý, giám sát thị trường chứng khoán.
3. Đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011- 2015 (Ban hành kèm theo Quyết định số 254/QĐ-TTg ngày 01 tháng 3 năm 2012 của Thủ tướng Chính phủ.)
4. Nguyễn Xuân Trình, Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (đồng chủ biên) (2010), *Thị trường tài chính Việt Nam: Cải cách, bước đi và tầm nhìn 2020*. Nhà Xuất bản Tài chính, Hà Nội, tháng 6/2004.
5. Quyết định Phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt nam giai đoạn 2011-2020 số 252 QĐ/TTg 01/03/2012
6. Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (đồng chủ biên) (2004), *Xây dựng và Phát triển thị trường tài chính Việt Nam: Thực trạng, vấn đề và giải pháp chính sách*, Nhà Xuất bản Tài chính, Hà Nội, tháng 6/2004.
7. Võ Trí Thành, Lê Xuân Sang (đồng chủ biên) (2011), “Các chỉ tiêu giám sát tài chính”, Dự án UNDN/Ủy ban Kinh tế và Ngân sách của quốc hội, Hà Nội.
8. World Economic Forum (2011), *The Financial Development Report 2011*, Washington DC, 2011.