

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG HÀ NỘI

BÁO CÁO TỔNG KẾT ĐỀ TÀI CẤP BỘ

**NGHIÊN CỨU PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG
TÀI CHÍNH TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ
QUỐC TẾ - KINH NGHIỆM CỦA HÀN QUỐC
VÀ VẬN DỤNG VÀO VIỆT NAM**

Chủ nhiệm đề tài: TS. NGUYỄN THỊ QUY

7375
25/5/2009

HÀ NỘI – 2008

**BỘ KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**

BÁO CÁO TỔNG HỢP KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

Nhiệm vụ hợp tác quốc tế về khoa học công nghệ theo Nghị định thư

***NGHIÊN CỨU PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH
TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ
KINH NGHIỆM CỦA HÀN QUỐC VÀ VẬN DỤNG VÀO VIỆT NAM***

Chủ nhiệm nhiệm vụ: PGS, TS Nguyễn Thị Quy

Phó chủ nhiệm nhiệm vụ: TS Đặng Thị Nhàn

Thư ký khoa học: TS Nguyễn Đình Thọ

Thư ký hành chính: ThS Lê Thị Ngọc Lan

Các thành viên chính: GS, TS Nguyễn Đình Hương
GS, TS Hoàng Văn Châu
GS, TS Nguyễn Văn Nam
TS Nguyễn Văn Hà
PGS, TS Lê Bảo Lâm
PGS, TS Bùi Anh Tuấn

Hà Nội, 2008

Các đơn vị tham gia thực hiện đề tài:

Các trường đại học Việt Nam

Trường Đại học Ngoại thương
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Trường Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh
Trường Đại học Mở thành phố Hồ Chí Minh

Cùng với sự hỗ trợ tư vấn của các chuyên gia kinh tế tại các trường đại học Hàn Quốc

Trường Đại học Yonsei
Trường Đại học Quốc gia Seoul
Trường Đại học Woosong
Trường Đại học Dongguk

TỔNG HỢP KẾT QUẢ NỘI DUNG NGHIÊN CỨU

Các đề tài nhánh

Đề tài nhánh 1. Tự do hóa tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc
<i>Chủ nhiệm đề tài: TS Nguyễn Đình Thọ</i>
Đề tài nhánh 2. So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc
<i>Chủ nhiệm đề tài: GS, TS Nguyễn Văn Nam</i>
Đề tài nhánh 3. So sánh sự phát triển thị trường vốn trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc
<i>Chủ nhiệm đề tài: TS Nguyễn Văn Hà</i>
Đề tài nhánh 4. Các vấn đề về quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc
<i>Chủ nhiệm đề tài: GS, TS Nguyễn Đình Hương</i>
Đề tài nhánh 5: Phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc
<i>Chủ nhiệm đề tài: GS, TS Hoàng Văn Châu</i>
Đề tài nhánh 6. Phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc
<i>Chủ nhiệm đề tài: PGS, TS Nguyễn Thị Quy</i>
Đề tài nhánh 7: Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong quá trình phát triển nguồn nhân lực phục vụ trong lĩnh vực tài chính và ứng dụng ở Việt Nam
<i>Chủ nhiệm đề tài: PGS, TS Lê Bảo Lâm</i>
Đề tài nhánh 8. Kinh nghiệm hội nhập tài chính của Hàn Quốc và xây dựng lộ trình hội nhập và thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính
<i>Chủ nhiệm đề tài: TS Đặng Thị Nhàn</i>
Đề tài nhánh 9. Phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc
<i>Chủ nhiệm đề tài: PGS, TS Bùi Anh Tuấn</i>

Kỷ yếu hội thảo khoa học

Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam sau khi gia nhập WTO
<i>Hà Nội, tháng 12 năm 2007</i>
Phát triển thị trường tài chính của Hàn Quốc và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam
<i>Thành phố Hồ Chí Minh, tháng 07 năm 2008</i>

CÁC BÀI BÁO ĐÃ ĐĂNG

1. "Phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam trong điều kiện tự do hóa tài chính và những vấn đề đặt ra", GS, TS Hoàng Văn Châu và ThS Nguyễn Thị Lan, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 32, 2008.
2. "Kinh nghiệm quản trị rủi ro của các doanh nghiệp ở một số quốc gia trên thế giới", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 27, 2007.
3. "Đào tạo nguồn nhân lực đáp ứng nhu cầu phát triển dịch vụ ngân hàng hiện đại trong bối cảnh cách mạng công nghệ thông tin", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 29, 2008.
4. "Sản phẩm dịch vụ ngân hàng hiện đại trong nền kinh tế hiện đại", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 30, 2008
5. "Chính sách tỷ giá hướng tới xuất khẩu-Kinh nghiệm của Hàn Quốc", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, số 32, 2008.
6. "Kinh nghiệm điều hành chính sách tỷ giá của Trung Quốc", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Lý luận chính trị*, Số tháng 5-2008.
7. "Hàn Quốc thực hiện tự do hóa tài chính theo WTO và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam", TS Đặng Thị Nhân, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 32.
8. "Phát triển thị trường tài chính và vai trò đối với tăng trưởng kinh tế", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 24, 2007.
9. "Chính sách tiền tệ và chế độ tỷ giá trong một nền kinh tế mở", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 30, 2008
10. "Chống lạm phát ở Việt Nam: Tìm đúng nguyên nhân mới có giải pháp tích cực", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Cộng Sản*, Số 788 (6-2008).
11. "Giới thiệu một phương pháp mới để chứng minh công thức định giá quyền chọn Black-Scholes", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 31, 2008
12. "Hội nhập tài chính quốc tế ở Việt Nam", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Lý luận chính trị*, Số 7-2008.
13. "Biến động tỷ giá hối đoái và ảnh hưởng tới xuất khẩu của Việt Nam", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 135, 2008.
14. "Ứng dụng phương pháp Black-Scholes vào giải bài toán quyền chọn thực", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 32, 2008.
15. "Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc và Bài học Kinh nghiệm cho Việt Nam", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, Số 216, Tháng 10, 2008.

MỤC LỤC

TỔNG HỢP KẾT QUẢ NỘI DUNG NGHIÊN CỨU	3
CÁC BÀI BÁO ĐÃ ĐĂNG	4
DANH MỤC BẢNG	9
DANH MỤC HÌNH	13
LỜI MỞ ĐẦU	15
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ.....	19
1.1. Phát triển thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế.....	19
1.1.1. Khái niệm thị trường tài chính.....	19
1.1.2. Cấu trúc của thị trường tài chính	21
1.1.3. Tác động của thị trường tài chính đối với tăng trưởng kinh tế.....	22
1.2. Vai trò của các định chế trung gian tài chính đối với phát triển thị trường tài chính	24
1.2.1. Định chế trung gian tài chính.....	24
1.2.2. Các loại hình của tổ chức trung gian tài chính.....	25
1.2.3. Vai trò của các trung gian tài chính trong quá trình phát triển thị trường tài chính	36
1.3. Tự do hóa tài chính và các cam kết tự do hóa tài chính trong WTO	46
1.3.1. Nội dung của tự do hóa tài chính.....	46
1.3.2. Tự do hóa tài chính trong khuôn khổ WTO	48
1.3.3. Xu hướng tự do hoá tài chính tại các nước thành viên WTO.....	61
1.4. Vai trò của nhà nước trong sự phối hợp các chính sách tiền tệ, tài khóa và chính sách tỷ giá trong điều kiện hội nhập tài chính quốc tế.....	66
1.4.1. Mối quan hệ ràng buộc giữa chính sách tiền tệ và chế độ tỷ giá trong điều kiện hội nhập tài chính quốc tế	67
1.4.2. Chính sách tiền tệ, tài khóa theo mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá cố định	68
1.4.3. Chính sách tiền tệ, tài khóa theo mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá thả nổi.....	70
CHƯƠNG 2: PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ HỘI NHẬP TÀI CHÍNH THEO WTO TẠI VIỆT NAM.....	72
2.1. Tổng quan về quá trình phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam....	72
2.1.1. Tổng quan về sự hình thành và phát triển của hệ thống ngân hàng ...	72

2.1.2. Quy mô hoạt động của hệ thống ngân hàng Việt Nam	76
2.1.3. Phân chia thị phần hoạt động của các NHTM	82
2.2. Đánh giá quá trình phát triển của thị trường tiền tệ	85
2.2.1. Quá trình hình thành và phát triển thị trường tiền tệ.....	85
2.2.2. Đánh giá thực trạng phát triển thị trường tiền tệ.....	87
2.2.3. Đánh giá thực trạng phát triển thị trường tiền gửi và huy động vốn.....	89
2.3. Đánh giá quá trình phát triển thị trường vốn.....	90
2.3.1. Quá trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán.....	90
2.3.2. Kết quả đạt được và bài học kinh nghiệm về phát triển hai trung tâm giao dịch chứng khoán.....	93
2.3.3. Hình thành và phát triển Trung tâm lưu ký chứng khoán độc lập.....	94
2.3.4. Những vấn đề cần giải quyết để phát triển SGDCK/TTGDCK và TTLKCK	96
2.3.5. Đánh giá chung về hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam.....	98
2.4. Quá trình tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam.....	107
2.4.1. Tóm tắt các cam kết tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam ..	108
2.4.2. Đánh giá mức độ tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam	111
2.4.3. Thành tựu và hạn chế trong quá trình tự do hóa theo WTO của Việt Nam.....	111
CHƯƠNG 3: KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HÀN QUỐC	116
3.1. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc.....	116
3.1.1. Tổng lược về hệ thống các tổ chức tài chính của Hàn Quốc.....	116
3.1.2. Hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc:	122
3.1.3. Quá trình tự do hóa và cải cách hệ thống tài chính ở Hàn Quốc:.....	127
3.2. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc	138
3.2.1. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	138
3.2.2. Kinh nghiệm phát triển các ngân hàng đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	158
3.2.3. Kinh nghiệm phát triển các tổ chức tín dụng phi ngân hàng ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	168
3.3. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	175

3.3.1. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	175
3.3.2. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	191
3.3.3. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	207
3.3.4. Kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	221
3.3.5. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	232
3.3.6. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán bất động sản ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	255
3.3.7. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh mới (CDO, CDS) ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	271
CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM DỰA TRÊN KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA HÀN QUỐC	284
4.1. Giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam	284
4.1.1. Giải pháp phát triển thị trường vốn.....	284
4.1.2. Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ.....	303
4.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam	309
4.2.1. Định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam	309
4.2.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam .	310
4.3. Một số giải pháp để phát triển sản phẩm tài chính mới ở Việt Nam.....	317
4.3.1. Xây dựng chiến lược, kế hoạch phát triển các sản phẩm tài chính ngân hàng	323
4.3.2. Đầu tư phát triển công nghệ thông tin	324
4.3.3. Nâng cao chất lượng các dịch vụ tài chính mới	327
4.3.4. Nâng cao năng lực quản trị và phòng ngừa rủi ro	328
4.3.5. Nâng cao vốn tự có của các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán	330
4.3.6. Tăng cường các hoạt động marketing, quan hệ khách hàng	333
4.3.7. Tập trung phát triển nguồn nhân lực.....	335
4.3.8. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế và tăng	

cường sự hợp tác liên kết giữa các ngân hàng thương mại trong nước và hợp tác quốc tế.....	337
4.4. Giải pháp để thực hiện các cam kết về tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam	338
4.4.1. Định hướng tiếp tục lộ trình tự do hóa tài chính theo các cam kết trong WTO của Việt Nam.....	338
4.4.2. Các giải pháp chung	341
4.4.3. Các giải pháp cụ thể.....	347
4.5. Kiến nghị điều kiện để thực hiện giải pháp	355
4.5.1. Kiến nghị đối với Ngân hàng Nhà nước	355
4.5.2. Kiến nghị đối với hệ thống Ngân hàng thương mại.....	356
4.5.3. Kiến nghị đối với Bộ Tài chính	357
4.5.4. Kiến nghị đối với các doanh nghiệp bảo hiểm.....	358
4.5.5. Kiến nghị đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước	358
4.5.6. Kiến nghị đối với các công ty chứng khoán	361
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	363

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1. Cấu trúc biểu cam kết dịch vụ	53
Bảng 1.2. Sự di chuyển dòng vốn nội địa/quốc tế theo các cam kết trong WTO	60
Bảng 1.3. Chỉ số tự do hóa của các nước thành viên WTO trong 2 giai đoạn 1994-2000 và 2001-2006 phân theo mức thu nhập	62
Bảng 1.4. Chỉ số tự do hóa lĩnh vực bảo hiểm giai đoạn 2001-2006 phân theo khu vực	64
Bảng 1.5. Chỉ số tự do hóa lĩnh vực ngân hàng giai đoạn 2001-2006 phân theo khu vực	65
Bảng 2.1: Một số chỉ tiêu chủ yếu hoạt động tiền tệ – ngân hàng trong các năm 1991 – 2007	77
Bảng 2.2: Một số chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của các NHTMNN giai đoạn 2000 – 2007	84
Bảng 2.3: Nguồn vốn huy động và dư nợ cho vay của các Ngân hàng Thương mại Việt Nam giai đoạn 2001 – 2007	84
Bảng 2.4 Mức độ cam kết tự do hoá tài chính trong WTO của Việt Nam	111
Bảng 3.1. Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (%)	141
Bảng 3.2. Nợ khó đòi và nợ xấu của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc	141
Bảng 3.3. Sự thay đổi số lượng các định chế ngân hàng từ sau khủng hoảng tài chính đến nay	146
Bảng 3.4 . Xử lý nợ quá hạn và tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng Hàn Quốc	147
Bảng 3.5. Huy động và sử dụng vốn của các ngân hàng thương mại	150

Hàn Quốc

<i>Bảng 3.6. Phương pháp đánh giá xếp hạng tín dụng các doanh nghiệp Hàn Quốc</i>	152
<i>Bảng 3.7. Số lượng các trung gian đầu tư chủ yếu tại Hàn Quốc</i>	160
<i>Bảng 3.8. Một số chỉ tiêu cơ bản</i>	161
<i>Bảng 3.9. Các loại hình quỹ đầu tư của các công ty quản lý tài sản Hàn Quốc</i>	162
<i>Bảng 3.10. Tỷ suất lợi nhuận của các tập đoàn tài chính Hàn Quốc, so sánh với Mỹ và Nhật bản</i>	172
<i>Bảng 3.11. Tình hình kinh doanh của các ngân hàng Hàn Quốc năm 1996</i>	177
<i>Bảng 3.12. Tỷ lệ lạm phát của Hàn Quốc và mức cung tiền tệ</i>	178
<i>Bảng 3.13. Sự phát triển của ngành tài chính</i>	180
<i>Bảng 3.14. Tình hình hoạt động của hệ thống tài chính-ngân hàng Hàn Quốc sau khủng hoảng (tính đến tháng 2 năm 1999)</i>	185
<i>Bảng 3.15. Giá trị dự trữ ngoại hối của Hàn Quốc (triệu USD)</i>	187
<i>Bảng 3.16. Cơ cấu các loại trái phiếu lưu hành ở Hàn Quốc (nghìn tỷ KRW)</i>	193
<i>Bảng 3.17. Cơ cấu sở hữu trái phiếu Hàn Quốc (nghìn tỷ KRW)</i>	193
<i>Bảng 3.18. Tỷ lệ doanh thu hàng năm của trái phiếu chính phủ</i>	200
<i>Bảng 3.19. Lượng giao dịch trái phiếu doanh nghiệp hàng tháng theo xếp hạng</i>	213
<i>Bảng 3.20. Tỷ lệ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp của các định chế tài chính (Giai đoạn 1998 – 9/2005)</i>	214
<i>Bảng 3.21.: Tỷ lệ lợi tức trung bình chứng khoán hàng tháng (%/tháng)</i>	222
<i>Bảng 3.22. Dòng tiền ròng vào Thị trường cổ phiếu Hàn Quốc</i>	227

Bảng 3.23. Tỷ lệ phần trăm các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ cổ phiếu và trái phiếu trong nước	227
Bảng 3.24. Niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Hàn Quốc 2001 – 2007	228
Bảng 3.25. Bước giá quy định tương ứng với giá cổ phiếu	229
Bảng 3.26. Giá trị thị trường OTC chứng khoán phái sinh toàn cầu năm 2006 - 2007	233
Bảng 3.27. Thị trường chứng khoán phái sinh tập trung toàn cầu theo khu vực	234
Bảng 3.28. Sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc	236
Bảng 3.29. Các điều khoản hợp đồng của hợp đồng tương lai và quyền chọn KOSPI 200, hợp đồng tương lai KOSTAR	241
Bảng 3.30. Các điều khoản hợp đồng của một số loại chứng khoán phái sinh trên thị trường Hàn Quốc	242
Bảng 3.31. Các công cụ phái sinh chứng khoán hóa trên thị trường Hàn Quốc	243
Bảng 3.32. Các sở giao dịch chứng khoán phái sinh lớn nhất thế giới năm 2007	244
Bảng 3.33. Khối lượng và giá trị giao dịch hợp đồng tương lai KOSPI 200	245
Bảng 3.34. Sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài	245
Bảng 3.35. Số lượng giao dịch của một số chứng khoán phái sinh trên thị trường KRX	246
Bảng 3.36. Các khoản vay thế chấp mua nhà của ngân hàng và các tổ chức tài chính khác	261
Bảng 3.37. Kỳ hạn của các khoản cho vay trả góp mua nhà của các ngân hàng (%)	263

<i>Bảng 3.38. Lãi suất của các khoản cho vay trả góp mua nhà của các ngân hàng</i>	263
<i>Bảng 3.39. Các bogeumjari-loan được KHFC phát hành với các tổ chức tài chính tính đến tháng 5/2008</i>	267
<i>Bảng 3.40. Một số đặc điểm chính trên thị trường chứng khoán phái sinh mới của Hàn Quốc từ năm 1999-2003</i>	281
<i>Bảng 4.1. Một số chỉ tiêu về thị trường chứng khoán trong khu vực châu Á thời điểm tháng 6-2008</i>	286
<i>Bảng 4.2. Lộ trình tự do hóa thị trường dịch vụ tài chính Việt Nam</i>	340

DANH MỤC HÌNH

<i>Hình 1.1. Chu chuyển các nguồn lực tài chính trên thị trường tài chính</i>	20
<i>Hình 1.2. Cấu trúc thị trường tài chính</i>	21
<i>Hình 1.3. Mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá cố định</i>	69
<i>Hình 1.4. Mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá thả nổi</i>	70
<i>Hình 3.1. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc</i>	117
<i>Hình 3.2. Cơ cấu tổng tài sản của các định chế tài chính Hàn Quốc</i>	120
<i>Hình 3.3. Sơ đồ tổ chức hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc</i>	146
<i>Hình 3.4. Giá trị trái phiếu chính phủ phát hành giai đoạn 2000 - 2007</i>	195
<i>Hình 3.5. Tỷ lệ của trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp trong tổng GDP giai đoạn 1997-2004</i>	196
<i>Hình 3.6. Khối lượng giao dịch trên thị trường tập trung và thị trường phi tập trung</i>	199
<i>Hình 3.7. Thị phần trái phiếu doanh nghiệp có bảo đảm bằng tài sản và trái phiếu không bảo đảm bằng tài sản (1997 -2004)</i>	210
<i>Hình 3.8. Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần của các công ty ngành công nghiệp (Giai đoạn 1998 -2004)</i>	211
<i>Hình 3.9. Thay đổi cơ cấu nguồn vốn thông qua việc phát hành trái phiếu (1997-2004)</i>	212
<i>Hình 3.10. Cơ cấu các loại trái phiếu lưu hành ở Hàn Quốc (%)</i>	213
<i>Hình 3.11. Chỉ số chứng khoán 1 số các quốc gia châu Á chọn lọc (1998 – 2007)</i>	222

<i>Hình 3.12. Xu hướng gia tăng vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán Hàn Quốc</i>	224
<i>Hình 3.13. Sự phát triển của hợp đồng tương lai và quyền chọn từ 2004-2007</i>	234
<i>Hình 3.14. Số nhà xây mới và diện tích được cấp phép xây dựng ở Hàn Quốc từ năm 2003-2006</i>	256
<i>Hình 3.15. Tốc độ tăng giá bán nhà và giá cho thuê nhà ở Hàn Quốc 2000 - 2006</i>	257
<i>Hình 3.16. Chứng khoán bất động sản (MBS) do KHFC phát hành</i>	268
<i>Hình 3.17. Các tổ chức đầu tư MBS của KHFC năm 2006</i>	268
<i>Hình 3.18. Chứng khoán hóa các khoản cho vay của ngân hàng (CDO tiền mặt) có sử dụng SPV</i>	275
<i>Hình 3.19. Chứng khoán hóa các khoản cho vay của ngân hàng (CDO tổng hợp - CDS) không sử dụng SPV</i>	276
<i>Hình 3.20. Cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường CDO toàn cầu trong thời gian qua.</i>	278
<i>Hình 3.21. Thị trường CDO Hàn Quốc 1999 – 2007 (đơn vị: nghìn tỷ won)</i>	281
<i>Hình 3.22. Tỷ trọng phát hành các loại CDO trên thị trường Hàn Quốc</i>	282

LỜI MỞ ĐẦU

Từ lâu, các nhà kinh tế đã thừa nhận một trong những yếu tố quan trọng nhất cho phát triển kinh tế là các nguồn lực tài chính và khả năng tiếp cận đến những nguồn lực này trong tất cả các lĩnh vực của hoạt động kinh tế. Sau gần 20 năm thực hiện đường lối đổi mới, Việt Nam đã đạt được những thành tựu quan trọng về kinh tế xã hội: tốc độ tăng trưởng kinh tế khá và ổn định, cơ cấu kinh tế chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng công nghiệp và dịch vụ, giảm tỷ trọng nông nghiệp, xu hướng đô thị hoá diễn ra mạnh mẽ, đời sống nhân dân được cải thiện và từng bước được nâng lên.

Cùng với cải cách kinh tế và mở cửa thị trường, hội nhập kinh tế quốc tế đang ngày càng trở thành tiêu điểm và là nhân tố ảnh hưởng quan trọng có ý nghĩa quyết định đối với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Hội nhập kinh tế quốc tế đã và đang thực sự trở thành nguồn xung lực quan trọng cho quá trình đổi mới và phát triển của nền kinh tế và hệ thống tài chính Việt Nam. Trong đó, việc thực hiện các Hiệp định Thương mại song phương và quá trình gia nhập WTO là bước khởi đầu và có tầm quan trọng đặc biệt đối với Việt Nam nói chung và hệ thống tài chính Việt Nam nói riêng. Nhằm chủ động trong quá trình hội nhập, cần phải có những nghiên cứu và nhận thức đầy đủ về những lợi thế có thể phát huy và những khó khăn thách thức mà hệ thống tài chính phải vượt qua trong điều kiện hội nhập.

Cho đến nay, ở Việt Nam đã có một số công trình nghiên cứu đề cập tới vấn đề phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập. Ví dụ: NXB Thống kê đã giới thiệu cuốn "Kinh tế Việt Nam trên đường hội nhập: quản lý quá trình tự do hóa tài chính" của PGS.TS. Trần Ngọc Thơ (2005) và Cục xuất bản - Bộ văn hoá thông tin (2003) đã giới thiệu tập kỷ yếu "Tự do hoá tài chính và hội nhập quốc tế của hệ thống ngân hàng Việt Nam", và hàng loạt các nghiên cứu khác như "Tái cơ cấu hệ thống tài chính Hàn Quốc sau khủng hoảng tài chính 1997 - 1998 những kinh nghiệm và gợi ý cho Việt Nam" của Trần Quang Minh, Ngô Xuân Bình, NXB Khoa học xã hội (2004); và Đề tài Khoa học Cấp bộ (Bộ Tài chính) về "Thực trạng và giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật cho sự phát triển của thị trường tài chính và dịch vụ tài chính" của Nguyễn Trọng Nghĩa (Chủ nhiệm), 2004... Ở những khía cạnh khác nhau, các nghiên cứu của Việt Nam đã đề cập tới những vấn đề về bản chất, liên quan tới quá trình tự do

hóa tài chính. Dự án tiếp tục xây dựng và hoàn thiện thể chế thị trường tài chính Việt Nam của tác giả Lê Hải Mơ đã nêu lên được một bức tranh tổng thể về kiến thiết xây dựng thể chế thị trường tài chính ở Việt Nam. Đề tài Khoa học Cấp bộ "Thực trạng và giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật cho sự phát triển của thị trường tài chính và dịch vụ tài chính" do tác giả Nguyễn Trọng Nghĩa làm chủ nhiệm đã đề cập một số giải pháp xây dựng hệ thống pháp luật để thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính ở Việt Nam. Tuy nhiên, các đề tài này tập trung nghiên cứu ở mức độ tổng thể và chưa đi sâu vào giải quyết các bài toán cụ thể trong điều kiện hội nhập ở Việt Nam. Đề tài Khoa học Cấp bộ "Giải pháp phát triển dịch vụ tài chính - kế toán trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế" của tác giả TS Đặng Thái Hùng và Nguyễn Thị Mùi làm chủ nhiệm đã nghiên cứu được một khía cạnh của phát triển thị trường tài chính, đó là phát triển sản phẩm dịch vụ tài chính. Tuy nhiên, phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập còn nhiều vấn đề bất cập. Trong bối cảnh chuyển sang nền kinh tế thị trường, đẩy mạnh CNH, HĐH và hội nhập kinh tế diễn ra mạnh mẽ, những vấn đề về xây dựng chính sách tài chính, luật lệ, tỷ giá, lãi suất, cổ phần hóa, ngân hàng, tín dụng và sự phát triển của thị trường vốn đang là những vấn đề nổi cộm. Kinh nghiệm của các nước đi trước sẽ là những bài học có giá trị cho sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam.

Việc nghiên cứu phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập là một nhu cầu bức thiết đối với Việt Nam tại thời điểm hiện tại. Nhìn chung, trên thế giới đã có khá nhiều nghiên cứu liên quan tới lĩnh vực mở cửa thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập, tuy nhiên chúng tôi không thấy có các nghiên cứu chuyên sâu, áp dụng kinh nghiệm của Hàn Quốc, cho trường hợp của Việt Nam.

Phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập đòi hỏi phải nghiên cứu các điều kiện cần thiết để có thể phát triển thị trường được bền vững, nghiên cứu các nguyên nhân có thể dẫn đến sự sụp đổ của thị trường tài chính, và đề ra các biện pháp để thị trường tài chính hoạt động có hiệu quả ổn định. Các vấn đề phương pháp luận xây dựng chính sách và thể chế còn thiếu những luận cứ thật sự khoa học, đòi hỏi phải được tiếp tục nghiên cứu hoàn thiện.

Hàn Quốc là một nước đã trải qua các quá trình hội nhập tài chính quốc tế, và đã có nhiều bài học thất bại và thành công trong quá trình phát triển thị trường tài chính. Đặc biệt những bài học của Hàn Quốc trong các vấn đề ngăn chặn khủng hoảng tài chính, và giải quyết hậu quả của các cuộc khủng hoảng tài chính

sẽ giúp Việt Nam nhìn trước được những nguy cơ cũng như các cơ hội khi mở cửa thị trường và hội nhập với thị trường tài chính quốc tế.

Là nước đi trước trong việc xây dựng và phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập quốc tế. Trong một thời gian dài trước giai đoạn 1980-1990, Hàn Quốc đã trải qua nhiều thất bại trong việc xây dựng thể chế thị trường dựa trên nguyên tắc áp chế và đóng cửa thị trường tài chính. Cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997-1998 đã làm thay đổi căn bản quan điểm xây dựng thị trường tài chính Hàn Quốc, tự do hóa tài chính cùng với tăng cường giám sát tài chính là nền tảng của những thành công, giúp Hàn Quốc đứng vững trong cuộc khủng hoảng tài chính hiện tại. Việc nghiên cứu phát triển thị trường tài chính Hàn Quốc vì vậy có ý nghĩa quan trọng đối với Việt Nam. Hiện nay, ở Việt Nam chưa có một đề tài nào nghiên cứu về lĩnh vực này dựa trên cơ sở kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam. Vì vậy, nghiên cứu "***Nghiên cứu phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế - Kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam***" dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc là vấn đề có ý nghĩa thiết thực.

Thị trường Tài chính là một lĩnh vực rộng, liên quan tới nhiều mặt của đời sống kinh tế xã hội. Trong phạm vi kinh phí và thời gian có hạn, đề tài sẽ giới hạn nghiên cứu trong phạm vi:

- Nghiên cứu một số vấn đề lý luận liên quan tới phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập.
- Nghiên cứu các vấn đề về phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam trên một số khía cạnh liên quan tới thị trường tài chính bao gồm thị trường tiền tệ và thị trường vốn, các định chế tài chính và sản phẩm tài chính. Nhóm nghiên cứu không tiếp cận theo phương pháp nghiên cứu tất cả các loại thị trường tài chính hiện có, mà chỉ tập trung vào một số thị trường cụ thể. Đối với thị trường tiền tệ, đề tài tập trung vào hoạt động huy động vốn ngắn hạn của hệ thống ngân hàng, và chỉ giới hạn phạm vi nghiên cứu thị trường ngoại hối ở mức độ điều hành chính sách. Đối với thị trường vốn, nhóm nghiên cứu tập trung vào quá trình phát triển thị trường chứng khoán chính thức.
- Nghiên cứu kinh nghiệm phát triển thị trường tài chính ở Hàn Quốc trên các khía cạnh thị trường tài chính gắn với các định chế tài chính, và sản phẩm tài chính.

- Kiến nghị giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam trong điều kiện hội nhập dựa trên kinh nghiệm của Hàn Quốc.

Đề tài được bố cục thành ba phần:

- CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ
- CHƯƠNG 2: PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ HỘI NHẬP TÀI CHÍNH THEO WTO TẠI VIỆT NAM
- CHƯƠNG 3: KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HÀN QUỐC
- CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM DỰA TRÊN KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA HÀN QUỐC

Mặc dù đã có nhiều cố gắng, nhưng do quy mô đề tài lớn, bao gồm nhiều vấn đề, nội dung nghiên cứu của đề tài là kết quả nghiên cứu của hơn 30 nhà khoa học, nên chắc chắn trong quá trình tổng hợp, không thể tránh khỏi những thiếu sót. Báo cáo tổng hợp đã nỗ lực đưa toàn bộ kết quả nghiên cứu của các thành viên và các nhóm nghiên cứu vào nội dung tổng hợp. Do quy mô báo cáo tổng hợp có hạn, và để đảm bảo tính hệ thống, logic, một số nội dung nghiên cứu cụ thể không được đưa vào bản báo cáo cuối cùng. Nhóm nghiên cứu xin chịu hoàn toàn trách nhiệm với những nội dung nghiên cứu của nhóm và cảm ơn ý kiến đóng góp của các nhà khoa học để đề tài được hoàn thiện hơn.

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ

Thị trường tài chính được hiểu theo nghĩa chung nhất là tất cả những nơi mà tại đó diễn ra các hoạt động trao đổi liên quan tới nguồn lực tài chính. Theo nghĩa đó, thị trường tài chính tồn tại ở tất cả các nền kinh tế mà ở đó tồn tại các quan hệ tiền tệ. Thị trường tài chính, ngày càng trở nên quan trọng, đóng vai trò quyết định đối với sự phát triển của mọi quốc gia. Thị trường tài chính là nơi huy động mọi nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội và phân bổ chúng vào các dự án đầu tư hiệu quả đem lại lợi ích to lớn cho xã hội. Hiện nay, thị trường tài chính trên thế giới đã phát triển đạt tới một trình độ rất cao. Các cuộc khủng hoảng tài chính của các nước đã cho thấy hoạt động tài chính có tác động chi phối mọi hoạt động kinh tế khác và ảnh hưởng tới toàn bộ nền kinh tế.

1.1. Phát triển thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế

1.1.1. Khái niệm thị trường tài chính

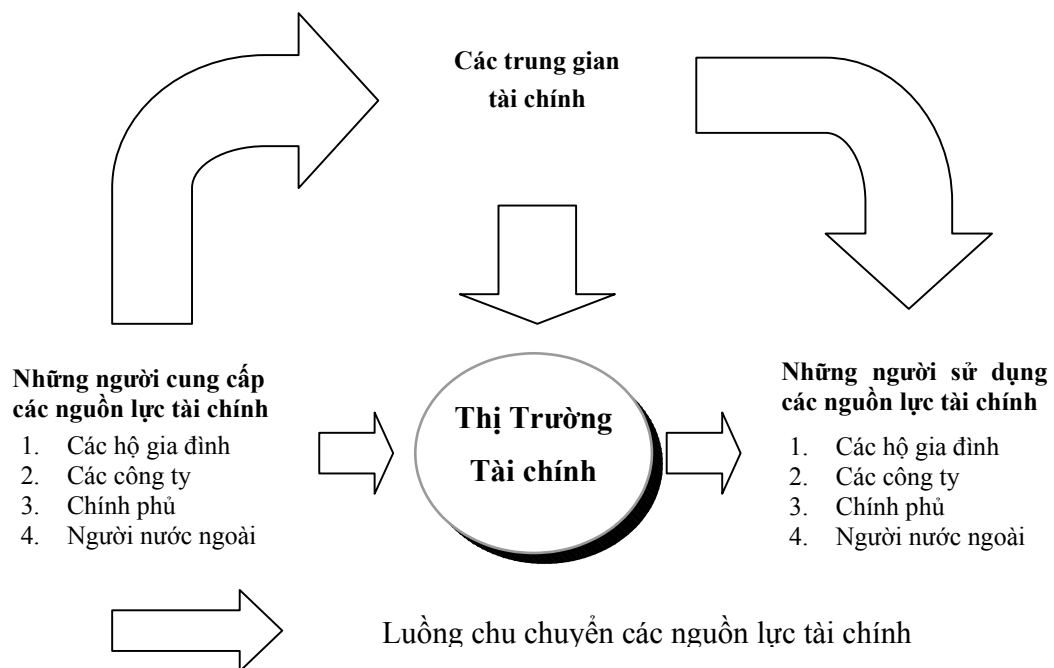
Thị trường tài chính được hiểu theo nghĩa chung nhất là tất cả những nơi mà tại đó diễn ra các hoạt động trao đổi liên quan tới nguồn lực tài chính (financial resources). Theo nghĩa đó, thị trường tài chính tồn tại ở tất cả các nền kinh tế mà ở đó tồn tại các quan hệ tiền tệ.

Một thị trường tài chính như vậy là nơi mà thông qua đó tất cả các hãng kinh doanh, các hộ gia đình, và chính phủ trong nước hay ngoài nước có nguồn tài chính dư thừa tiết kiệm có thể tìm kiếm, giao dịch, và ký kết hợp đồng vay mượn hay mua bán những chứng chỉ sở hữu tài sản với các hãng kinh doanh, các hộ gia đình, và chính phủ trong nước hay ngoài nước khác, những người có nhu cầu sử dụng các nguồn tài chính để thoả mãn các nhu cầu chi tiêu của họ.

Nhu cầu về vốn để tiến hành đầu tư và các nguồn tiết kiệm có thể phát sinh từ các chủ thể khác nhau trong nền kinh tế. Trong đó, thường xảy ra tình

huống: những người có cơ hội đầu tư sinh lời thì thiếu vốn, trái lại những người có vốn nhàn rỗi lại không có cơ hội đầu tư hoặc không biết đầu tư vào đâu. Từ đó hình thành nên một cơ chế chuyển đổi từ tiết kiệm sang đầu tư.

Hình 1.1: Chu chuyển các nguồn lực tài chính trên thị trường tài chính



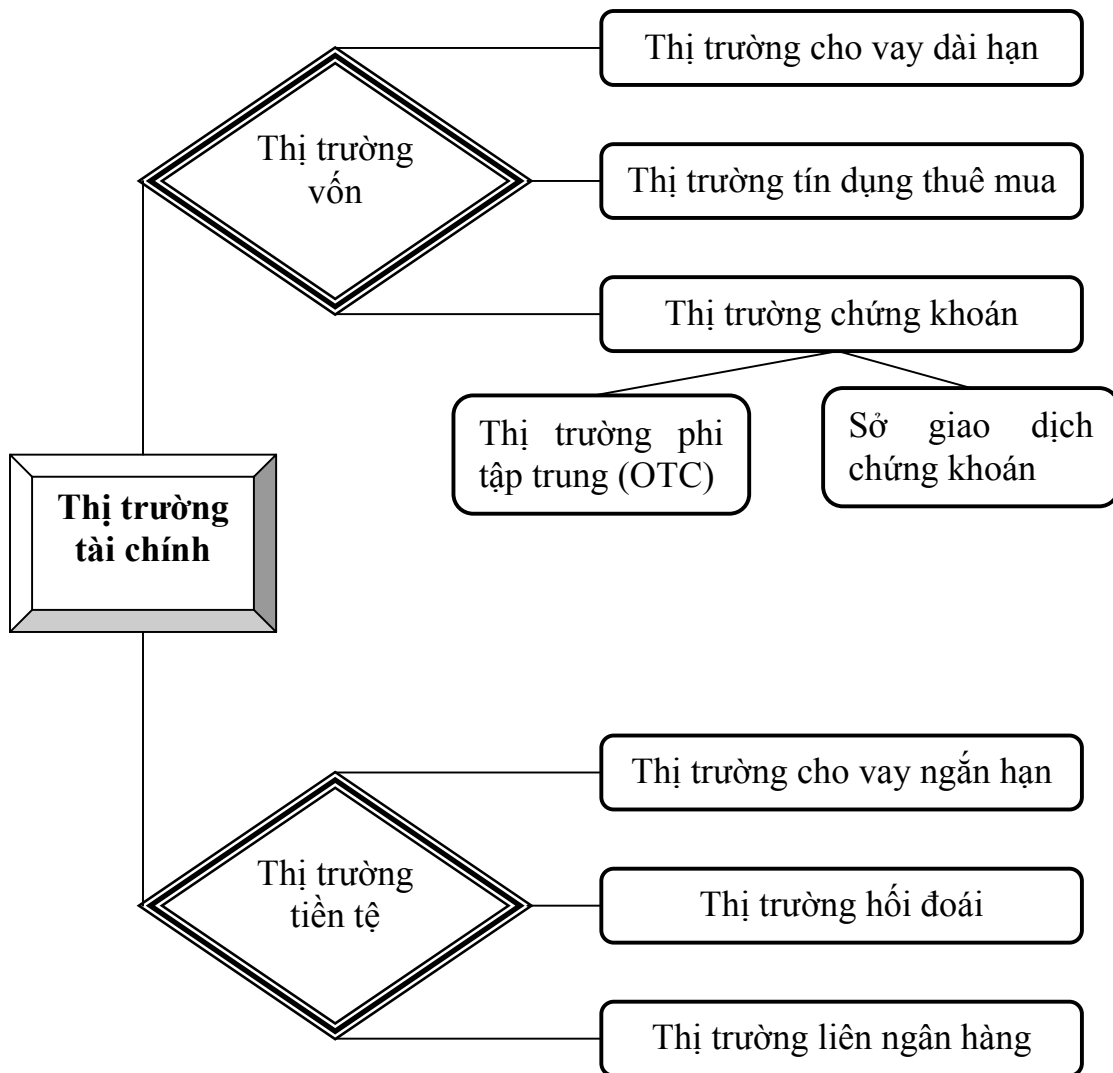
Nguồn: Mishkin 1992, tr. 68

Trên thị trường tài chính, sự di chuyển của vốn từ những chủ thể có khả năng cung ứng vốn đến những chủ thể thiếu vốn được thực hiện qua hai con đường, tài trợ trực tiếp và tài trợ gián tiếp. Trong tài trợ trực tiếp, những người cần vốn huy động trực tiếp từ những người có vốn bằng cách bán các chứng khoán cho họ. Các chứng khoán này là các công cụ tài chính, nó cung cấp quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản và các quyền khác cho chủ sở hữu đối với người phát hành. Các chứng khoán được mua bán rộng rãi trên thị trường cấp một và thị trường cấp hai. Cách thức thứ hai để dẫn vốn là tài trợ gián tiếp thông qua các định chế trung gian tài chính. Các định chế trung gian tài chính như các ngân hàng, các tổ chức tín dụng, các tổ chức bảo hiểm và các trung gian khác có vai trò cực kỳ quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, đồng thời các tổ chức này cũng có vai trò quan trọng trong việc cấp vốn

và hỗ trợ cho dòng tài chính trực tiếp như thông qua các hoạt động: đại lý, bảo lãnh, thanh toán v.v.

1.1.2. Cấu trúc của thị trường tài chính

Hình 1.2. Cấu trúc thị trường tài chính



Dựa vào thời hạn và tính chất của các công cụ tài chính giao dịch, người ta có thể chia thị trường tài chính chính thức ra thành hai loại chính: thị trường tiền tệ (là nơi diễn ra giao dịch mua bán các công cụ nợ ngắn hạn thường là có thời hạn đáo hạn ít hơn một năm), và thị trường vốn (là nơi diễn ra giao dịch mua bán các loại tài sản tài chính hoặc công cụ nợ trung hoặc dài hạn). Thị trường tiền tệ lại bao gồm thị trường cho vay ngắn hạn, thị trường liên ngân hàng, và thị trường

hồi đoái. Thị trường vốn có thể chia thành thị trường cho vay dài hạn có thể chấp bất động sản, thị trường tín dụng thuê mua (leasing), và thị trường chứng khoán.

1.1.3. Tác động của thị trường tài chính đối với tăng trưởng kinh tế

Sự phát triển của thị trường tài chính là nhân tố quan trọng thúc đẩy sự phát triển kinh tế của đất nước. Trên thế giới, có rất nhiều những nghiên cứu khác nhau để chỉ ra tác động của sự phát triển của tài chính tới sự phát triển kinh tế của đất nước. Tác động này có thể được thể hiện rõ nét qua mô hình của Pagano (1993).¹ Pagano đã xây dựng mô hình thể hiện mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế như sau:

$$g = \phi As - \delta$$

trong đó Y là tổng sản lượng (aggregate output), K là tổng quỹ vốn (aggregate capital stock), A là năng suất xã hội của vốn (social productivity of capital), ϕ là tỷ lệ đầu tư trên tiết kiệm I/S (investment-savings ratio), s là tỷ lệ tiết kiệm S/Y (saving rate), g là tốc độ tăng trưởng đều (the steady-growth rate), δ là tỷ lệ khấu hao hàng năm (annual depreciation rate).

Như vậy, thị trường tài chính có thể tác động tới các yếu tố ϕ , A , s để làm thay đổi tốc độ tăng trưởng kinh tế của một nước.

Thị trường tài chính phát triển góp phần làm tăng tỷ lệ chuyển tiết kiệm thành đầu tư. Trong khi chuyển tiết kiệm thành đầu tư, các ngân hàng và các tổ chức tín dụng sử dụng một phần nguồn lực tài chính, $1-\phi$, thể hiện dưới dạng chi phí giao dịch, chênh lệch giữa tỷ lệ đi vay và cho vay, nợ không trả được (default), tỷ lệ dự trữ bắt buộc (reserve requirement) và thuế trả cho chính phủ. Thị trường tài chính kém phát triển khiến lòng dân chưa thật sự tin tưởng vào hệ thống tài chính, và vì vậy một phần rất lớn tiết kiệm của dân chúng không được sử dụng, nằm dưới dạng vàng, ngoại tệ tích trữ. Thị trường tài chính phát triển sẽ tạo điều kiện để giảm tỷ lệ phí trung gian $1-\phi$ do giúp các trung gian tài chính giảm được chi phí giao dịch, đồng thời khuyến khích xã hội đưa hết khoản tiết kiệm của mình vào đầu tư và vì thế nền kinh tế có thể tăng được tỷ lệ đầu tư so với tiết kiệm.

Tác động của thị trường tài chính làm tăng hiệu quả phân bổ vốn. Hoạt động của hệ thống các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam chưa thực sự

¹ Xem Pagano, Marco (1993) "Financial Markets and Growth: An Overview." European Economic Review, Vol. 37, pp. 613-622.

hiệu quả. Các ngân hàng chưa quan tâm tới công tác quản lý nợ, và lựa chọn các dự án đầu tư hiệu quả để cung ứng vốn mà chủ yếu lệ thuộc vào thế chấp tài sản để bảo toàn vốn. Công tác giám sát các dự án nợ sau khi được cung ứng vốn cũng không được chú trọng. Các định chế tài chính trung gian muốn phát huy vai trò của mình trong việc nâng cao khả năng phân bổ nguồn lực tài chính một cách hiệu quả sẽ phải tự mình khắc phục dần những điểm yếu kém này.

Nâng cao năng lực của hệ thống các trung gian tài chính thông qua đào tạo nâng cao kỹ năng cho lao động trong ngành này sẽ góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính. Để có thể nâng cao chất lượng nguồn nhân lực ngành tài chính-ngân hàng, hoạt động đào tạo phải được xây dựng trên cơ sở nền tảng của nghiên cứu khoa học và phải gắn kết với thực hành nhằm đi trước đón đầu những nhu cầu của xã hội trong tương lai. Khi các định chế tài chính này đạt tới một trình độ quản lý nhất định, phù hợp với mức độ phát triển của thị trường, họ sẽ có khả năng đánh giá được các dự án hiệu quả, và phân bổ vốn vào những khu vực hoạt động hiệu quả nhất, đồng thời giám sát sự thực thi các dự án đó để đảm bảo khả năng thu hồi các khoản cho vay. Các hoạt động của họ sẽ góp phần làm cho nền kinh tế lựa chọn được các khu vực đầu tư có hiệu quả cao, và vì thế tăng hiệu quả sử dụng đồng vốn, và vì thế làm tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Tác động của thị trường tài chính làm tăng tỷ lệ tiết kiệm trong tổng thu nhập. Các sản phẩm dịch vụ tài chính nghèo nàn ở Việt Nam hạn chế cơ hội lựa chọn của các nhà đầu tư. Kênh đầu tư chủ yếu của người dân vẫn là gửi tiết kiệm và mua trái phiếu của chính phủ. Khi kênh huy động vốn này không đủ hấp dẫn họ, ví dụ như lãi suất quá thấp, khả năng thanh khoản kém các nhà đầu tư sẽ không tiết kiệm mà sử dụng vào các khoản chi tiêu phi sản xuất không hiệu quả, như mua bất động sản. Trong thời gian gần đây, khi thị trường chứng khoán đã bắt đầu phát triển, người dân đã quan tâm hơn tới đầu tư vào cổ phiếu.

Thị trường tài chính phát triển, sẽ tạo ra những hàng hoá mới cho thị trường tài chính. Đa dạng hóa các sản phẩm tài chính sẽ tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tìm kiếm các cơ hội đầu tư hiệu quả hơn, lợi suất thu được từ tiền tiết kiệm cũng cao hơn, và tính thanh khoản của các loại sản phẩm tài chính khác nhau cũng tăng lên. Khi lợi suất đối với các khoản tiết kiệm của dân chúng tăng lên, thì người dân sẽ sử dụng tối đa các đồng tiền nhàn rỗi để đầu tư vào các tài sản sinh lời vì thế làm tăng tỷ lệ tiết kiệm quốc dân.

1.2. Vai trò của các định chế trung gian tài chính đối với phát triển thị trường tài chính

1.2.1. Định chế trung gian tài chính

Các định chế trung gian tài chính là những tổ chức chuyên hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực tài chính-tiền tệ có chức năng chủ yếu là chuyển các nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi của những chủ thể kinh tế thừa vốn đến những chủ thể thiếu vốn để đầu tư sản xuất kinh doanh, nhằm mục đích thu được lợi nhuận. Trong nền kinh tế thị trường hiện đại, hoạt động của các định chế trung gian tài chính thể hiện các chức năng cơ bản sau đây:

a) Làm cầu nối trung gian giữa tác nhân thừa vốn và tác nhân thiếu vốn:

Các trung gian tài chính với tư cách là các tổ chức chuyên kinh doanh trong lĩnh vực tiền tệ, tín dụng, có khả năng giải quyết mâu thuẫn này bằng cách huy động mọi nguồn vốn chưa sử dụng của các chủ thể kinh tế trong xã hội để hình thành quỹ cho vay tập trung. Thông qua việc huy động vốn và sau đó cho các chủ thể thiếu vốn vay lại, các trung gian tài chính đã đóng vai trò là người trung gian môi giới giữa người đi vay và người cho vay mà thực chất chính là chúng đang thực hiện chức năng trung gian tín dụng.

Thực hiện chức năng này, *một mặt*, các trung gian tài chính mà điển hình là các ngân hàng thương mại thực hiện huy động các khoản tiền nhàn rỗi (đi vay) của các chủ thể trong xã hội như các doanh nghiệp, các hộ gia đình, cá nhân, cơ quan Nhà nước..., thông qua các hình thức huy động tiền gửi tiết kiệm của các tầng lớp dân cư, phát hành các chứng khoán nợ, để hình thành nên quỹ cho vay tập trung. *Mặt khác*, các trung gian tài chính dùng nguồn vốn đã huy động được để cho vay lại đối với những chủ thể có nhu cầu bổ sung vốn.

Thông qua chức năng làm cầu nối trung gian giữa tác nhân thừa vốn và tác nhân thiếu vốn, các trung gian tài chính đã hỗ trợ, khắc phục những hạn chế của cơ chế phân vốn qua kênh tài chính trực tiếp, tạo ra một kênh điều chuyển vốn quan trọng, tiết kiệm được các chi phí về thông tin và giao dịch cho nền kinh tế. Kết quả của những hoạt động đó góp phần nâng cao hiệu quả trong việc điều chuyển vốn của nền kinh tế, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, cải thiện mức sống của

dân cư, góp phần quan trọng vào việc điều hòa lưu thông tiền tệ, ổn định sức mua đồng tiền, kiềm chế lạm phát, ổn định thu chi của Chính phủ.

b) Giảm thiểu chi phí cho các chủ thể đầu tư

Để cho các giao dịch có thể diễn ra, những người mua và những người bán cần phải bỏ ra các chi phí như chi phí tìm kiếm đối tác và tìm kiếm thông tin trong quá trình trước, trong và sau khi ra các quyết định đầu tư. Nhờ tính tập trung, các thông tin phục vụ quá trình đầu tư được cung cấp đầy đủ, chính xác và nhanh chóng bởi các trung gian tài chính, từ đó cho phép giảm thiểu những chi phí đối với các bên tham gia giao dịch và góp phần tăng hiệu quả đối với các chủ thể trên thị trường cũng như đối với toàn bộ nền kinh tế.

c) Kiểm soát các hoạt động của nền kinh tế

Nhằm giảm thiểu các rủi ro có thể xảy ra trong khi thực hiện chức năng cầu nối giữa người cho vay và người đi vay, tránh gây ra hậu quả đổ vỡ theo hiệu ứng “đô-mi-nô” trong nền kinh tế, các trung gian tài chính đã thực hiện kiểm tra, kiểm soát thường xuyên, định kỳ trước và trong khi cho vay đối với các hoạt động kinh tế chủ thể cần vốn.

1.2.2. Các loại hình của tổ chức trung gian tài chính

Theo sự phát triển của nền kinh tế thị trường, các trung gian tài chính ngày càng phát triển phong phú, đa dạng về hình thức, thể loại. Trong cuốn *Tiền tệ, Ngân hàng và thị trường tài chính*², tác giả *Federic S.Mishkin*, đã phân loại các tổ chức trung gian tài chính thành 3 nhóm chính: (1) các tổ chức nhận tiền gửi; (2) các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng; và (3) Những trung gian đầu tư

1.2.2.1. Các tổ chức nhận tiền gửi

Các tổ chức nhận tiền gửi là các trung gian tài chính huy động tiền nhàn rỗi từ các tổ chức và cá nhân thông qua hình thức nhận tiền gửi rồi cho các chủ thể cần vốn vay lại.

Các tổ chức nhận tiền gửi bao gồm các ngân hàng thương mại (commercial banks) và các tổ chức tiết kiệm (thrift institutions) như các hiệp hội tiết kiệm và

²Bản dịch tiếng Việt, Nhà xuất bản Khoa học và kỹ thuật, năm 2001

cho vay (savings and loan associations), các ngân hàng tiết kiệm (savings banks), các quỹ tín dụng.

Ngân hàng thương mại (Commercial bank)

Các ngân hàng thương mại huy động vốn chủ yếu dưới dạng: Tiền gửi thanh toán, tiền gửi tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn (time deposits). Vốn huy động được dùng để cho vay: cho vay thương mại, cho vay tiêu dùng, cho vay bất động sản và để mua chứng khoán chính phủ, trái phiếu của chính quyền địa phương. Ngân hàng thương mại kinh doanh chủ yếu trong lĩnh vực tín dụng ngắn hạn, tuy nhiên gần đây nhờ nguồn vốn huy động dồi dào nó bắt đầu vươn sang lĩnh vực tín dụng trung và dài hạn. Ngoài ra ngân hàng thương mại còn cung cấp các dịch vụ thanh toán qua ngân hàng và buôn bán ngoại tệ.

Các hiệp hội tiết kiệm và cho vay (Savings and Loan Associations -S&Ls)

Các hiệp hội này xuất hiện khá phổ biến ở Mỹ từ những năm 50. Nguồn vốn chủ yếu của các hiệp hội này là các khoản tiền gửi thanh toán, tiền gửi tiết kiệm và tiền gửi có kỳ hạn. Phần còn lại (khoảng 20 -30%) thì vay từ các nguồn khác và vay của chính quyền địa phương hay trung ương. Tiền vốn thu được chủ yếu để cho vay bất động sản (chủ yếu là nhà ở) với thời hạn dài. Thời kỳ đầu, các hiệp hội này bị giới hạn trong các khoản cho vay bất động sản và không được cung cấp các tài khoản thanh toán. Nhưng từ những năm 80 trở đi các hiệp hội tiết kiệm và cho vay đã được phép cung cấp các tài khoản thanh toán, cho vay tiêu dùng và thực hiện hàng loạt các hoạt động khác mà trước đây chỉ giới hạn ở các ngân hàng thương mại. Ngày nay, sự khác biệt về phạm vi hoạt động giữa các hiệp hội tiết kiệm và cho vay với các ngân hàng thương mại hầu như không đáng kể.

Chúng đã trở thành những đối thủ cạnh tranh đáng gờm của các ngân hàng thương mại trong nhiều lĩnh vực. S&Ls có nguồn gốc từ các “Liên hiệp xây dựng” (Building society) ở Anh, một hình thức hiệp hội tiết kiệm với mục đích giúp các thành viên có thể mua được nhà ở. Hàng tháng các thành viên sẽ đóng góp một khoản tiền nhất định và hiệp hội sẽ thu xếp cho vay để mỗi tháng có

một thành viên có thể mua nhà được. Thành viên được vay sẽ trả từng phần hàng tháng cho đến khi hết nợ. Hiệp hội sẽ tự động giải tán khi tất cả các thành viên đều mua được nhà. Ngày nay thì các hiệp hội tiết kiệm và cho vay còn chấp nhận cả những thành viên tham gia không với mục đích mua nhà mà chỉ là để hưởng lãi.

Ngân hàng tiết kiệm (Savings bank)

Loại hình Ngân hàng tiết kiệm ra đời đầu tiên ở Scotland năm 1810, kể từ đó loại hình ngân hàng này được sử dụng rộng rãi ở nhiều nước trên thế giới. Năm 1816, ngân hàng tiết kiệm đầu tiên ở Hoa Kỳ mới ra đời tại Philadelphia, vậy mà đến năm 1872, nước Mỹ đã có hơn 600 ngân hàng tiết kiệm. Ở các nước khác tình hình cũng diễn ra tương tự. Cho đến nay, ngân hàng tiết kiệm là một mảng rất lớn của hệ thống các trung gian tài chính.

Ngân hàng tiết kiệm được thành lập với mục đích huy động các khoản tiền tiết kiệm của các cá nhân mà chủ yếu là của người lao động trong xã hội, để một mặt làm lợi thêm cho người lao động và mặt khác, gia tăng được nguồn tài chính cần thiết cho sản xuất và trao đổi.

Là một trung gian tài chính, nhưng ngân hàng tiết kiệm có những đặc điểm khác với các trung gian tài chính khác. Chủ nhân của các ngân hàng tiết kiệm cũng chính là những người gửi tiền tiết kiệm. Khởi đầu có một nhóm người đứng ra khởi xướng thành lập ngân hàng. Sau khi tạm đủ số người hưởng ứng, họ họp đại hội cổ đông, soạn thảo ra điều lệ hoạt động và xin giấy phép thành lập. Những cổ đông này hầu hết là người bỏ những khoản tiền tiết kiệm đầu tiên vào để tạo thành vốn hoạt động của ngân hàng. Kể từ đó về sau, mỗi khi có thêm khoản tiền tiết kiệm mới, họ lại tiếp tục gửi vào ngân hàng và khi cần có tiền để kinh doanh hoặc tiêu dùng, họ lại đi vay từ chính ngân hàng đó. Có một điều cần chú ý là ngân hàng không mở rộng thêm cổ đông, do đó những người tham gia gửi tiền tiết kiệm sau này sẽ là khách hàng chứ không phải là chủ nhân.

Phương thức hoạt động của ngân hàng tiết kiệm mang tính tương trợ là chủ yếu. Vốn hoạt động chủ yếu của ngân hàng tiết kiệm là từ tiền gửi tiết kiệm của dân chúng hoặc là vốn đóng góp của các nhà hảo tâm với tính chất hỗ trợ người

nghèo là chính hơn là đóng góp để kiếm lời. Loại ngân hàng này không phát hành các công cụ nợ để vay vốn của công chúng và cũng hầu như không vay của các tổ chức nước ngoài hay NHTW, trừ trường hợp đặc biệt thiếu tiền mặt. Do tính chất đặc biệt của vốn huy động, các ngân hàng tiết kiệm cho vay rất thận trọng. Đối tượng cho vay chủ yếu là các khoản vay cầm cố, thế chấp bằng nhà cửa, tài sản hoặc chứng khoán. Nhìn chung những người được vay tiền tại các ngân hàng này cũng chính là những người đã gửi tiền tiết kiệm vào ngân hàng. Lãi suất cho vay thường rất thấp vì nó mang tính chất tương trợ nhiều hơn là kinh doanh.

Ở Việt Nam không có ngân hàng tiết kiệm riêng biệt, hầu như tất cả các ngân hàng thương mại đều có bộ phận quỹ tiết kiệm để huy động vốn nhân rộng trong dân cư nhằm hình thành nguồn vốn chung của ngân hàng thương mại.

Quỹ tín dụng

Được tổ chức như một công ty kinh doanh, với hoạt động chính là kinh doanh trong lĩnh vực tiền tệ- tín dụng. Ý tưởng sớm nhất để hình thành mô hình tổ chức tín dụng được nêu ra ở Đức vào năm 1848 và lan dần sang Italia. Năm 1900 tổ chức tín dụng đầu tiên ở Bắc Mỹ được thành lập ở Canada, đến năm 1909 tổ chức này mới được thành lập tại Mỹ. Năm 1934 để điều chỉnh hoạt động tín dụng trên toàn liên bang, Quốc hội Mỹ đã ban hành Luật các tổ chức tín dụng Liên bang. Đến năm 1996 Hoa kỳ đã có hơn 12.000 tổ chức tín dụng, Hàn Quốc có hơn 1600 tổ chức và Nhật Bản có hơn 3000 tổ chức tín dụng chính thức và không chính thức³.

Nhìn chung, quỹ tín dụng được thành lập theo hình thức góp vốn cổ phần và hoạt động theo nguyên tắc tập thể, tự nguyện, hợp tác và bình đẳng. Các thành viên của quỹ góp tiền vào quỹ dưới hình thức mua các thẻ thành viên (tương tự như cổ phiếu) có mệnh giá bằng nhau. Sau đó, họ cùng nhau bầu ra người quản lý. Các thành viên của quỹ sẽ được hưởng quyền vay tiền của quỹ khi cần. Khi cần thêm vốn, quỹ lại phát hành thêm thẻ thành viên và tiếp nhận

³ Nguồn: Lê Vinh Danh, “*Tiền tệ và hoạt động ngân hàng*”, Nhà xuất bản chính trị quốc gia, năm 1996.

thêm những thành viên mới. Thông thường quỹ không cho người ngoài vay tiền. Ngoài cho các thành viên vay, quỹ cũng có thể đầu tư vào chứng khoán.

Ở Việt Nam, quỹ tín dụng tồn tại dưới dạng các tổ chức tín dụng hợp tác. Đây là tổ chức kinh doanh tiền tệ và làm dịch vụ ngân hàng, do các tổ chức, cá nhân và hộ gia đình tự nguyện thành lập để hoạt động ngân hàng theo Luật Các tổ chức tín dụng và Luật Hợp tác xã nhằm mục tiêu chủ yếu là tương trợ nhau phát triển sản xuất, kinh doanh và đời sống. Theo Điều 64 Luật Các tổ chức tín dụng thì: “Tổ chức tín dụng hợp tác được huy động vốn của các thành viên và của các tổ chức cá nhân để cho các thành viên vay. Việc cho các đối tượng không phải là thành viên vay phải được Đại hội thành viên hoặc Đại hội đại biểu chấp thuận và không được vượt quá tỷ lệ tối đa do Ngân hàng Nhà nước quy định”.

Ở Mỹ, các *Liên hiệp tín dụng (Credit Unions)* cũng có mô hình tương tự như quỹ tín dụng. Đây là các tổ chức cho vay có quy mô nhỏ, có tính chất hợp tác xã, được tổ chức xung quanh một nhóm xã hội đặc biệt (ví dụ các nhân viên của một công ty). Mục đích của các liên hiệp này là cho các thành viên vay với mức lãi suất thấp nhất có thể. Họ thu nhận vốn bằng cách bán cổ phần cho các thành viên và các thành viên ngoài việc được quyền vay ưu đãi còn được hưởng cả lãi từ cổ phần mà họ mua. Các khoản vay từ quỹ chủ yếu phục vụ nhu cầu mua hàng hoá tiêu dùng hoặc là mua nhà ở.

1.2.2.2. Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng (Contractual Savings Institutions)

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng là những trung gian tài chính thu nhận vốn theo định kỳ trên cơ sở các hợp đồng đã ký kết với khách hàng. Do số tiền và thời gian phải thanh toán có thể dự đoán được khá chính xác nên các trung gian tài chính này có xu hướng đầu tư số vốn thu nhận được vào các tài sản có tính lỏng thấp, đặc biệt là các chứng khoán dài hạn như cổ phiếu, trái phiếu hoặc các khoản vay trả góp mua bất động sản. Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng bao gồm các công ty bảo hiểm (bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm tài sản và tai nạn) và các quỹ trợ cấp hưu trí.

Các công ty bảo hiểm (Insurances Companies)

Các công ty bảo hiểm ra đời là do nhu cầu ổn định sản xuất, kinh doanh và đời sống, với chức năng chủ yếu là bảo vệ tài chính cho những người có hợp đồng bảo hiểm về những rủi ro thuộc trách nhiệm bảo hiểm, trên cơ sở người tham gia bảo hiểm phải trả một khoản tiền gọi là phí bảo hiểm.

Xuất phát từ đặc trưng cơ bản của hoạt động kinh doanh bảo hiểm là: sản phẩm được bán ra trước, doanh thu được thực hiện trước, sau đó mới phát sinh chi phí và công ty bảo hiểm chỉ phải bỏ chi phí để bồi thường cho người được bảo hiểm khi có tổn thất xảy ra (bồi hoàn có điều kiện). Những đặc trưng này của hoạt động bảo hiểm đã tạo ra tính nhàn rỗi của *Quỹ bảo hiểm* (tạo lập từ các khoản thu phí bảo hiểm) trong những thời gian nhất định. Chính vì điều này đã cho phép các công ty bảo hiểm có thể sử dụng chúng tham gia vào thị trường tài chính để sinh lời, nhằm tăng khả năng tài chính cho bồi thường, trả tiền bảo hiểm, đồng thời có điều kiện để giảm phí bảo hiểm, tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường bảo hiểm trong và ngoài nước.

Các quỹ trợ cấp hưu trí (Pension and retirement funds)

Các quỹ trợ cấp hưu trí được thành lập với mục đích giúp cho người lao động khi về hưu có được những khoản thu nhập ổn định thông qua cung cấp các chương trình lương hưu (pension plans). Các chương trình lương hưu này quy định những khoản đóng góp định kỳ của những người tham gia vào chương trình trong thời gian những người này còn đang làm việc để khi về hưu họ sẽ được nhận tiền trợ cấp hưu trí (hay lương hưu) được trả một lần khi về hưu hoặc trả định kỳ đều đặn cho đến khi chết. Các chương trình lương hưu không chỉ được đóng góp bởi những người lao động mà cả các chủ thuê lao động và thậm chí cả chính phủ. Các khoản tiền quỹ trợ cấp hưu trí thu được dùng để đầu tư nhằm đạt được mức sinh lời nhất định trong khi vẫn đảm bảo an toàn cho khoản vốn. Do số tiền mà các quỹ phải chi trả hàng năm có thể dự đoán với độ chính xác cao nên quỹ thường đầu tư số tiền nhàn rỗi của mình vào các công cụ đầu tư dài hạn như cổ phiếu, trái phiếu, các khoản vay mua trả góp bất động sản... Ngoài ra, các quỹ này còn đầu tư vào các tài sản tài chính có độ rủi ro thấp như tiền gửi

ngân hàng, các loại kỳ phiếu do ngân hàng phát hành. Như vậy hoạt động của các quỹ hưu trí không chỉ đảm bảo khoản thu nhập thường xuyên ổn định cho những người về hưu mà còn góp phần lưu chuyển vốn nhàn rỗi đến những nơi có nhu cầu về vốn.

1.2.2.3 Các trung gian đầu tư (Investment intermediaries)

Các trung gian đầu tư là các trung gian tài chính chuyên hoạt động trong lĩnh vực đầu tư. Chức năng chủ yếu của các tổ chức là hỗ trợ cho các chủ thể kinh tế huy động vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư của mình cũng như giúp cho các nhà đầu tư nhỏ có thể đầu tư trực tiếp khoản tiền nhàn rỗi vào thị trường vốn. Trên thực tế, các trung gian đầu tư bao gồm các công ty tài chính, các ngân hàng đầu tư, các quỹ đầu tư, các quỹ tương trợ trên thị trường tiền tệ.v.v.

Các công ty tài chính (Finance companies)

Các công ty tài chính là những tổ chức tài chính phi ngân hàng, với chức năng chủ yếu là sử dụng vốn tự có, vốn huy động để cho vay, đầu tư, cung ứng các dịch vụ tư vấn về tiền tệ và các dịch vụ liên quan khác.

Các công ty tài chính thường huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu, trái phiếu, hay thương phiếu. Các công ty tài chính cung ứng chủ yếu các loại tín dụng trung hạn và dài hạn, ví dụ cho người tiêu dùng vay tiền để mua sắm đồ đạc, xe hơi, tu bổ nhà hoặc cho các doanh nghiệp nhỏ vay. Ngoài ra, các công ty tài chính còn thực hiện các dịch vụ cầm, giữ hộ và quản lý các chứng khoán, các kim loại quý .v.v...

Nếu như hoạt động của các ngân hàng thương mại chủ yếu là tập hợp các khoản tiền gửi nhỏ để cho vay các khoản tiền lớn, thì các công ty tài chính lại huy động những khoản tiền lớn rồi chia ra để cho vay những khoản nhỏ. Một điểm khác biệt nữa là công ty tài chính không được huy động các dạng tiền gửi như ngân hàng thương mại cũng như không được thực hiện các dịch vụ thanh toán. Trên thế giới có ba loại hình công ty tài chính chủ yếu sau:

- *Công ty tài chính bán hàng (Sale finance company):* Các công ty tài chính này gián tiếp cấp tín dụng cho người tiêu dùng để mua các món hàng từ

một nhà bán lẻ hoặc từ một nhà sản xuất nào đó. Tín dụng được cấp dưới hình thức: các doanh nghiệp bán hàng trả góp cho khách hàng theo hợp đồng mẫu do công ty tài chính loại này cung cấp, sau đó hợp đồng được bán lại cho công ty tài chính. Như vậy khoản nợ của khách hàng với nhà sản xuất hoặc nhà bán lẻ đã chuyển thành khoản nợ của khách hàng đối với công ty tài chính. Các công ty tài chính loại này thường do các công ty sản xuất hay các nhà phân phối bán lẻ (retailing or manufacturing company) thành lập nên nhằm hỗ trợ cho hoạt động tiêu thụ hàng hoá của mình. Ví dụ tại Mỹ, General Motors Acceptance Corporation chuyên tài trợ cho khách hàng mua ô tô của hãng GM.

- *Công ty tài chính tiêu dùng* (Consumer finance company): Công ty tài chính loại này cung ứng phần lớn nguồn vốn của mình cho các gia đình và cá nhân vay vào mục đích mua sắm hàng hoá tiêu dùng như các đồ đạc nội thất (giường, tủ...) và các đồ gia dụng (tủ lạnh, máy giặt...) hoặc sửa chữa nhà cửa. Hầu hết các khoản cho vay đều được trả góp định kỳ. Do các khoản vay của loại công ty tài chính này khá rủi ro nên công ty thường chỉ cho vay những khoản tiền nhỏ và với lãi suất cao hơn lãi suất thị trường. Khách hàng của các công ty tài chính tiêu dùng vì vậy cũng thường là những người không thể tìm được khoản tín dụng từ những nguồn khác và do vậy họ thường phải chịu lãi suất cao hơn thông thường. Các công ty tài chính loại này có thể do các ngân hàng thành lập nên hoặc hoạt động độc lập dưới hình thức công ty cổ phần.

- *Công ty tài chính thương mại* (Business finance company): Công ty tài chính loại này cấp tín dụng cho các doanh nghiệp dưới các hình thức như: Bao thanh toán (Nghịệp vụ Factoring và Forfating) - Công ty cấp tín dụng dưới hình thức mua lại (chiết khấu) các khoản phải thu của doanh nghiệp; Cho thuê tài chính (Nghịệp vụ Leasing) - Công ty cấp tín dụng dưới hình thức mua các máy móc thiết bị mà khách hàng yêu cầu rồi cho khách hàng thuê; v.v...

Ngân hàng đầu tư (Investment bank)

Chức năng chủ yếu của các ngân hàng đầu tư là giúp đỡ các doanh nghiệp, chính phủ huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán. Các ngân hàng đầu

tư còn hỗ trợ cho việc hợp nhất giữa các công ty hoặc giúp một công ty này mua lại một công ty khác (M&A – Merger and Acquisition).

Các ngân hàng đầu tư hỗ trợ cho việc phát hành chứng khoán thông qua các hoạt động:

- Trước tiên là tư vấn cho các công ty nên phát hành cổ phiếu hay trái phiếu để huy động vốn, nếu phát hành trái phiếu thì nên phát hành với thời hạn bao lâu, lãi suất của trái phiếu ở mức nào.
- Một khi các công ty quyết định xong về loại chứng khoán sẽ phát hành, các ngân hàng đầu tư sẽ đứng ra bảo lãnh đợt phát hành chứng khoán (underwrite the securities), tức là cam kết sẽ mua các chứng khoán với một mức giá xác định, rồi sau đó đem bán ra thị trường thứ cấp.

Các ngân hàng đầu tư ra đời ở Mỹ, khi các ngân hàng thương mại của Mỹ bị cấm không được tham gia bảo lãnh phát hành chứng khoán. Các ngân hàng đầu tư nổi tiếng của Mỹ hiện nay là Goldman, Sachs & Co., Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Brothers... Các ngân hàng này không chỉ nổi tiếng ở Mỹ mà còn là những ngân hàng đầu tư hàng đầu trên thế giới. Ở Đức, các ngân hàng đa năng (universal banks) được thực hiện tất cả các hoạt động của ngân hàng thương mại lẫn ngân hàng đầu tư. Ở Việt Nam, các ngân hàng thương mại cũng không được phép trực tiếp tham gia vào hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán nhưng được phép thành lập các công ty chứng khoán (securities company) hoạt động độc lập để thực hiện các hoạt động như các ngân hàng đầu tư.

Các công ty đầu tư mạo hiểm (Venture Capital Firms)

Nếu như các ngân hàng đầu tư hỗ trợ cho các công ty lớn huy động vốn thì các công ty đầu tư mạo hiểm (còn được gọi là các quỹ đầu tư mạo hiểm) chuyên hỗ trợ cho các doanh nghiệp mới thành lập (start up firms). Các doanh nghiệp này không chỉ thiếu về vốn mà cả kinh nghiệm quản lý. Vì vậy các công ty đầu tư mạo hiểm không chỉ giúp họ huy động vốn mà còn cung cấp các dịch vụ tư vấn. Các công ty đầu tư mạo hiểm sẽ rót vốn của mình vào doanh nghiệp và giúp đỡ ban giám đốc điều hành công ty phát triển đến một mức độ nhất định, có thể

phát hành cổ phần trực tiếp ra thị trường. Khi đó công ty đầu tư mạo hiểm sẽ bán số cổ phần mà mình nắm giữ ra công chúng rồi chuyển sang một dự án đầu tư mạo hiểm khác.

Các quỹ đầu tư tương hỗ (Mutual funds)

Các quỹ đầu tư tương hỗ là các trung gian tài chính thực hiện việc huy động vốn từ các nhà đầu tư cá nhân thông qua phát hành các chứng chỉ góp vốn đầu tư⁵⁷ để đầu tư vào chứng khoán nhằm tận dụng những lợi thế về vốn lớn và kinh doanh chuyên nghiệp.

Nhờ vào ưu thế vốn đầu tư lớn, các quỹ đầu tư tương hỗ có thể giảm thiểu chi phí giao dịch bằng cách mua bán chứng khoán với số lượng lớn và hạn chế rủi ro bằng cách đa dạng hoá danh mục các chứng khoán nắm giữ. Không chỉ vậy, ưu thế vượt trội của các quỹ đầu tư so với các nhà đầu tư riêng lẻ còn thể hiện ở chỗ chúng được đặt dưới sự quản lý của các chuyên gia về kinh doanh chứng khoán. Bên cạnh các quỹ đầu tư tương hỗ đầu tư vào cả cổ phiếu và trái phiếu, còn xuất hiện các quỹ chuyên đầu tư vào từng loại chứng khoán, ví dụ các quỹ chuyên đầu tư vào các cổ phiếu thường hoặc các quỹ chuyên đầu tư vào các chứng khoán nợ. Các quỹ đầu tư vào cổ phiếu thường còn được chuyên môn hoá hơn nữa, chẳng hạn chỉ nắm giữ các chứng khoán nước ngoài hoặc chứng khoán của một ngành kinh tế nào đó ví dụ ngành năng lượng hoặc công nghệ cao. Các quỹ đầu tư vào chứng khoán nợ cũng được chuyên môn hoá vào trái phiếu công ty hoặc trái phiếu chính phủ, vào chứng khoán ngắn hạn hoặc dài hạn. Các quỹ đầu tư tương hỗ được tổ chức theo hai hình thức: các quỹ đầu tư mở (open-end fund) và các quỹ đầu tư đóng (closed-end fund).

- *Các quỹ đầu tư mở (open-end fund) liên tục phát hành thêm chứng chỉ đầu tư mới khi có người muốn đầu tư vào quỹ hoặc hoàn lại vốn cho các chứng chỉ cũ theo giá trị tài sản ròng của chúng (NAV – Net asset value). Giá trị tài sản ròng của mỗi chứng chỉ đầu tư của quỹ đầu tư mở bằng tổng giá trị thị trường của các chứng khoán mà quỹ đó nắm giữ chia cho tổng số chứng chỉ đã phát hành của quỹ.*

- *Các quỹ đầu tư đóng* chỉ huy động vốn một lần từ các nhà đầu tư trong lần phát hành chứng chỉ đầu tư ra công chúng lúc thành lập. Quỹ đầu tư đóng không phát hành thêm chứng chỉ đầu tư để huy động thêm vốn và cũng không chấp nhận hoàn vốn cho các chứng chỉ này. Các chứng chỉ đầu tư của quỹ đầu tư đóng được mua bán trên thị trường như các cổ phiếu thường. Khác với chứng chỉ đầu tư của quỹ đầu tư mở, giá của các chứng chỉ của quỹ đầu tư đóng có thể cao hơn hoặc thấp hơn giá trị tài sản ròng của chúng, tùy thuộc vào các yếu tố như tính lỏng của các chứng chỉ này và trình độ quản lý quỹ.

Trên thế giới, loại hình quỹ đầu tư mở phổ biến hơn so với quỹ đầu tư đóng do cổ phần của quỹ đầu tư mở có tính lỏng cao hơn. Quỹ đầu tư tương hỗ thường đặt dưới sự quản lý của các công ty đầu tư chuyên nghiệp hoặc các tổ chức tài chính khác. Các công ty này thu phí quản lý quỹ xấp xỉ 0,5% giá trị tài sản của quỹ mỗi năm.

Các quỹ đầu tư tương hỗ thị trường tiền tệ (Money market mutual funds)

Các quỹ đầu tư này hoạt động tương tự như các quỹ đầu tư tương hỗ trên thị trường vốn. Điểm khác biệt là đối tượng đầu tư của các quỹ này là các công cụ tài chính có chất lượng cao trên thị trường tiền tệ như: Tín phiếu kho bạc, thương phiếu và các chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng. Do các chứng khoán mà quỹ đầu tư nắm giữ thường có thời hạn ít hơn 6 tháng và những biến động về giá trị thị trường của các chứng khoán này khá nhỏ nên các quỹ đầu tư này cho phép các chứng chỉ đầu tư được hoàn vốn với giá cố định. Lợi nhuận từ những thay đổi về giá trị thị trường của các chứng khoán được trả cho người đầu tư dưới dạng lãi suất. Do các chứng chỉ đầu tư được hoàn vốn với mức giá cố định nên các quỹ này cho phép các nhà đầu tư được ký phát séc với số tiền phải cao hơn mức tối thiểu do quỹ quy định (ở Mỹ mức tối thiểu đó thường là 500 USD) để thanh toán từ tài khoản của quỹ đầu tư mở tại một ngân hàng thương mại. Với đặc tính này, các chứng chỉ quỹ đầu tư tương hỗ thị trường tiền tệ có chức năng như là tiền gửi thanh toán tại ngân hàng nhưng lại được hưởng mức lãi suất cao hơn.

1.2.3. Vai trò của các trung gian tài chính trong quá trình phát triển thị trường tài chính

Sự đóng góp và ảnh hưởng của các định chế tài chính trung gian đến các hoạt động sản xuất kinh doanh, trao đổi buôn bán ngày càng lớn và chúng đã thể hiện những vai trò không thể phủ định đối với sự phát triển của thị trường tài chính nói chung.

1.2.3.1. Vai trò của trung gian tài chính trong việc khắc phục hạn chế của kênh tài chính trực tiếp

Hình thức phổ biến nhất và được biết đến nhiều nhất của thị trường tài chính trực tiếp là thị trường chứng khoán, loại thị trường đang thu hút được sự quan tâm lớn nhất của dư luận hiện nay. Ở nước ta hay ở nhiều nước phát triển trên thế giới, dù phát triển rất "nóng" xong thực sự đây không phải là kênh huy động vốn nhiều nhất để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Điển hình như ở Mỹ, một quốc gia có thị trường chứng khoán hoạt động cực kỳ chuyên nghiệp và phát triển nhất trên thế giới mà mỗi năm lượng vốn được cung cấp bởi cổ phiếu và trái phiếu chỉ chiếm chưa đầy 40% lượng cầu về vốn của các doanh nghiệp. Tình trạng tương tự cũng xảy ra ở các nước Anh, Pháp, Đức, Nhật. Ở hầu hết các nước đang phát triển khác, tầm quan trọng của kênh tài chính trực tiếp còn thấp hơn nhiều. Những bằng chứng nói trên cho thấy vai trò to lớn của các trung gian tài chính trong nền kinh tế. Một bằng chứng khác củng cố thêm cho nhận xét này là chỉ các chính phủ, các công ty lớn hay các tổ chức tài chính hùng hậu mới có thể huy động vốn trực tiếp từ thị trường tài chính qua phát hành các chứng khoán. Các thị trường tài chính không phải là sân chơi cho các cá nhân hay các công ty nhỏ. Thậm chí ngay cả các công ty lớn không phải lúc nào cũng huy động vốn từ kênh tài chính trực tiếp. Do vậy các trung gian tài chính đóng vai trò đáp ứng cho những nhu cầu giao dịch vốn của các chủ thể kinh tế mà thị trường tài chính không thể thoả mãn. Câu hỏi đặt ra là tại sao kênh tài chính trực tiếp lại không thể thực hiện việc lưu chuyển vốn hiệu quả và các trung gian tài chính bằng cách nào đã khắc phục được những hạn chế của kênh tài chính trực tiếp? Để trả lời cho những câu hỏi này, trước hết chúng ta sẽ tìm

hiểu về hai rào cản chủ yếu của các dòng vốn trên thị trường tài chính là chi phí giao dịch và chi phí thông tin.

a) Những rào cản trong kênh tài chính trực tiếp

Chi phí giao dịch (Transaction costs)

Chi phí giao dịch là một trong những cản trở chính trong quá trình lưu thông vốn trên thị trường tài chính. Phần lớn các khoản vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế tồn tại dưới dạng phân tán và nhỏ lẻ. Nếu những người tiết kiệm trực tiếp đầu tư vào thị trường tài chính bằng cách mua các chứng khoán thì khoản chi phí đầu tiên họ phải đối mặt là chi phí hoa hồng cho các nhà môi giới mua bán chứng khoán. Khoản chi phí này có thể tăng lên nếu các nhà đầu tư cá nhân muốn phân tán rủi ro bằng cách đầu tư đa dạng vào các chứng khoán khác nhau. Với những khoản vốn đầu tư nhỏ, những chi phí giao dịch đó có thể làm biến mất nhanh chóng những lợi tức thu được từ hoạt động đầu tư. Đó là chưa kể đến những chi phí về thời gian và công sức cho việc quản lý danh mục đầu tư. Về phía những người đi vay, khoản chi phí cho phát hành chứng khoán không phải là nhỏ khiến cho việc huy động những khoản vốn vay không lớn lắm trực tiếp từ thị trường tài chính sẽ rất tốn kém và không hiệu quả. Điều này giải thích tại sao ngay cả các công ty lớn cũng không phải lúc nào cũng sử dụng kênh tài chính trực tiếp để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh của mình.

Chi phí thông tin (Information costs)

Chi phí thông tin trên thị trường tài chính phát sinh từ vấn đề thông tin bất cân xứng (asymmetric information) trong nền kinh tế. *Tình trạng thông tin bất cân xứng xuất hiện khi một trong hai bên trong một giao dịch có ít thông tin hơn bên kia về đối tượng của giao dịch, khiến cho việc ra quyết định không thể chính xác.* Ví dụ: trong quan hệ tín dụng, người đi vay luôn biết rõ hơn người cho vay về khả năng sinh lời và những rủi ro của dự án mà anh ta sử dụng vốn vay để đầu tư. Sự tồn tại của vấn đề thông tin bất cân xứng dẫn đến các nguy cơ lựa chọn đối nghịch (adverse selection) và rủi ro đạo đức (moral hazard) gây nên ảnh hưởng xấu tới tính hiệu quả của việc lưu chuyển vốn trên thị trường tài chính.

Nguy cơ lựa chọn đối nghịch xảy ra trước khi giao dịch về vốn được thực hiện. Trên thị trường tài chính, do người cho vay không có đầy đủ thông tin về các dự án đầu tư của người đi vay, nên rất có khả năng là họ sẽ thực hiện một *sự lựa chọn đối nghịch* là cho người đi vay có độ rủi ro cao vay tiền dù rằng đó là điều người cho vay luôn muốn tránh bởi vì những người đi vay có độ rủi ro cao lại thường là những người rất tích cực tìm cách vay được tiền. Vì biết được nguy cơ này nên trong nhiều trường hợp người cho vay sẽ quyết định không cho vay nữa. Hoặc trên thị trường chứng khoán, do thiếu thông tin về các công ty phát hành chứng khoán, nhà đầu tư có xu hướng trả một mức giá tương ứng với các chứng khoán có chất lượng trung bình trên thị trường, kết quả là những công ty hoạt động kém sẽ sẵn sàng bán với mức giá mà nhà đầu tư muốn mua trong khi những công ty hoạt động tốt sẽ đòi hỏi giá chứng khoán của họ phải cao hơn mức giá trung bình đó. Kết quả là nếu mua chứng khoán nhà đầu tư sẽ có thể thực hiện *một lựa chọn đối nghịch*, tức là mua phải chứng khoán của các công ty hoạt động kém. Do ý thức được khả năng này nên nhà đầu tư có thể quyết định không mua chứng khoán nữa. Như vậy, nguy cơ lựa chọn đối nghịch đã hạn chế các dòng vốn lưu chuyển từ những người dư thừa vốn sang những người cần vốn. *Rủi ro đạo đức xuất hiện sau khi giao dịch về vốn đã được thực hiện.* Do người đi vay nắm được nhiều thông tin hơn người cho vay về quá trình sử dụng vốn vay, họ có thể che giấu thông tin và thực hiện những hoạt động gây rủi ro cho khoản vốn vay mà người cho vay không mong muốn. Người cho vay trong nhiều trường hợp do e ngại nguy cơ này mà quyết định tốt nhất là không nên cho vay. Rủi ro đạo đức còn nảy sinh trong các hợp đồng vốn cổ phần (equity contracts) dưới dạng vấn đề người uỷ thác và đại lý (principal –agent problem). Vấn đề người uỷ thác và đại lý xuất hiện khi người quản lý công ty không phải là người sở hữu hay là người chỉ sở hữu phần nhỏ công ty. Chẳng hạn trường hợp Ban giám đốc được thuê. Do người được uỷ thác để quản lý công ty (tức là Ban giám đốc) có nhiều thông tin về công ty hơn những người uỷ thác nên họ có thể có những động cơ làm lợi cho cá nhân chứ không phải là làm lợi cho người uỷ thác, tức là các cổ đông. Vấn đề này là khó tránh khỏi trước hiện thực là ngày nay trên thế giới hầu hết các công ty cổ phần đều có số lượng cổ đông rất đông đảo, ngay cả

các thành viên trong Hội đồng quản trị của nhiều công ty lớn cũng không sở hữu quá bán (hơn 50%) số cổ phần, các thành viên của Ban giám đốc, đặc biệt là Tổng giám đốc thường là người được thuê hoặc nếu có nắm giữ cổ phiếu của công ty thì cũng không nhiều. Trong điều kiện kinh tế hoạt động tốt, những người quản lý có thể giấu diếm được các cổ đông những chi phí bất hợp lý mà công ty phải chịu do những chi phí này chủ yếu chỉ phục vụ lợi ích của người quản lý (ví dụ phương tiện đi lại đắt tiền, tiền thưởng cao...). Nhưng khi nền kinh tế rơi vào suy thoái thì những hạn chế đó sẽ lộ rõ. Tình trạng đổ vỡ phá sản của hàng loạt các công ty ở Hàn Quốc vào thời kỳ khủng hoảng tài chính năm 1997 cho thấy chỉ đến lúc đó các cổ đông mới nhận ra họ đã bị những người họ uỷ thác lừa. Dường như là rủi ro đạo đức sẽ không thể xảy ra với các hợp đồng nợ (debt contracts) do thu nhập của người cho vay từ hợp đồng nợ được đảm bảo là xác định trước, không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của người đi vay. Bất chấp Ban giám đốc có làm gì có lợi cho mình thì khoản tiền lãi mà công ty phải trả vẫn thế. Thực tế thì không phải vậy. Các hợp đồng nợ cũng vẫn phải đối diện với rủi ro đạo đức. Do khoản lãi phải trả cho các trái chủ là cố định nên nếu càng làm ra lãi nhiều thì người đi vay càng lợi. Do đó, họ có thể sẽ tham gia vào các dự án rủi ro hơn nhằm kiếm lãi lớn khiến cho rủi ro những người cho vay không thu hồi được vốn cho vay sẽ cao hơn. Những vấn đề về thông tin bất cân xứng này có thể giải quyết bằng cách người cho vay tăng cường thu thập thông tin về người đi vay thông qua việc mua thông tin hoặc tổ chức giám sát quá trình sử dụng vốn của người đi vay. Tuy nhiên do vấn đề “người đi nhờ xe” (free-rider problem) mà những nguy cơ lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trên thị trường tài chính không thể giải quyết triệt để. Khi một số nhà đầu tư trên thị trường tài chính mua thông tin về một công ty hoặc tổ chức giám sát hoạt động sử dụng vốn của một công ty, những nhà đầu tư khác cũng cung cấp vốn vay cho công ty đó có thể tránh việc phải bỏ chi phí cho việc mua thông tin hay giám sát bằng cách bắt chước các hoạt động mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư nói trên. Kết quả là không nhà đầu tư nào muốn mua thông tin hay giám sát khi họ không được lợi thế gì hơn so với các nhà đầu tư không bỏ ra chi phí.

Sự tiềm tàng rủi ro, tổn thất từ thị trường tài chính

Thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng chưa bao giờ là mảnh đất thực sự an toàn cho hoạt động của các nhà đầu tư, bởi đây là môi trường đòi hỏi tính mạo hiểm cao, khả năng đánh giá và phân tích sắc bén. Rủi ro luôn hiện hữu, kể cả với những mã cổ phiếu có tiềm năng, độ ổn định cao (blue chip). Trong nhiều trường hợp đã xảy ra những tổn thất lớn cho các nhà đầu tư, khi đó nếu không có sự hỗ trợ, khắc phục tổn thất nhà đầu tư sẽ còn đủ niềm tin và tiềm lực tài chính để tiếp tục tham gia thị trường tài chính.

b) Trung gian tài chính đã góp phần khắc phục hạn chế của kênh tài chính trực tiếp

Chúng ta đã biết, để thâm nhập và hoạt động được trên thị trường tài chính, các tổ chức sản xuất kinh doanh và đầu tư gặp phải không ít rào cản như chi phí giao dịch, chi phí thông tin, rủi ro đạo đức.v.v. Nếu tự mình trực tiếp đối diện và giải quyết với những khó khăn này, các doanh nghiệp tổn kém không chỉ một khoản chi phí không nhỏ mà còn không đủ thời gian đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Sự xuất hiện của các trung gian tài chính (financial intermediaries), với chức năng chủ yếu là tập hợp các khoản vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế lại rồi tiến hành cung ứng cho những nơi có nhu cầu về vốn vay, là tổ chức chuyên hoạt động trong lĩnh vực lưu chuyển vốn, các trung gian tài chính đã giảm một cách tối đa các rào cản trên thị trường tài chính, giúp cho các thành phần kinh tế có điều kiện thực hiện tốt hơn vai trò của mình với nền kinh tế.

Vai trò của trung gian tài chính trong việc giảm bớt chi phí giao dịch

Xét một điển hình trên thị trường chứng khoán là một kênh cung vốn trực tiếp rất lớn hiện nay. Việc một mã chứng khoán có thể được lên sàn để tự do giao dịch và đến tay nhà đầu tư thực chất không hề đơn giản, thậm chí là vô cùng tốn kém và phức tạp. Nhà đầu tư và đơn vị phát hành chứng khoán để gặp được nhau cần có những khoản chi phí giao dịch không nhỏ:

-Về phía đơn vị phát hành: Một công ty mới (đặc biệt là chưa có tên tuổi) đưa cổ phiếu của mình lên sàn giao dịch sẽ không thể có được lượng giao dịch

như mong muốn, nếu ít nhất không có các hoạt động quảng cáo, giới thiệu, lobby...

- Về phía nhà đầu tư: để thực hiện được được các giao dịch mua bán chứng khoán, nhà đầu tư không thể tự giữ tiền mà phải lập một tài khoản ở công ty chứng khoán và nộp tiền giao dịch ở đó. Tất nhiên tài khoản của họ sẽ bị trừ một khoản phí (fee) khi thực hiện các giao dịch, mua bán. Khoản phí này để bảo đảm hoạt động của công ty chứng khoán. Tuy nhiên, các trung gian tài chính đã có khả năng giảm được chi phí giao dịch trong quá trình lưu chuyển vốn là nhờ vào tính kinh tế do quy mô hoạt động lớn và tính chuyên nghiệp cao. Sau đây là một số cơ chế của việc giảm bớt chi phí giao dịch:

♦ *Tiết kiệm chi phí giao dịch do quy mô huy động vốn lớn:* Với lợi thế nguồn vốn huy động lớn, các trung gian tài chính có thể giảm chi phí giao dịch tính trên mỗi đồng vốn. Chẳng hạn, việc gom vốn từ nhiều người có món tiết kiệm nhỏ và đảm bảo cho họ một lợi tức thỏa đáng, đồng thời có thể cho vay nhiều người với các món tiền lớn, nhỏ khác nhau, đem lại những lợi ích to lớn nhờ phương pháp tiết kiệm do quy mô vốn lớn. Hay trên thị trường chứng khoán, chi phí để mua 10.000 cổ phiếu cũng không đắt hơn chi phí để mua 100 cổ phiếu là bao. Do đó, các trung gian tài chính như các quỹ đầu tư khi mua bán chứng khoán với khối lượng lớn trên thị trường sẽ chịu chi phí môi giới tính trên mỗi đồng vốn đầu tư thấp hơn nhiều so với các nhà đầu tư riêng lẻ. Theo phương pháp này, quy mô vốn đầu tư và các vụ giao dịch tăng lên làm giảm bớt chi phí giao dịch cho mỗi đơn vị tiền tệ được đầu tư.

♦ *Tiết kiệm chi phí giao dịch do đa dạng hóa danh mục đầu tư:* Đây là biện pháp phổ biến nhằm hạn chế rủi ro. Việc đầu tư vào nhiều hạng mục, nhiều lĩnh vực của nền kinh tế không chỉ giúp phân tán rủi ro cho chính công ty trung gian mà còn cho cả những người có vốn đầu tư, trong khi đó không làm tăng chi phí nhiều như các nhà đầu tư riêng lẻ.

♦ *Tiết kiệm chi phí giao dịch do tính chuyên nghiệp:* Sự chuyên môn hóa hay tính chuyên nghiệp cũng là một yếu tố làm giảm chi phí giao dịch. Do chuyên hoạt động trong lĩnh vực tiền tệ - tài chính, các trung gian chẳng những có nhiều kinh nghiệm để quản lý vốn hiệu quả hơn, có thể đưa ra những hợp đồng

vay nợ ít tốn kém và cung cấp những dịch vụ tài chính tiện lợi, giá rẻ. Các doanh nghiệp sẽ nhận được các thông tin tư vấn quản lý, marketing và tài chính từ các trung gian tài chính như quỹ đầu tư, ngân hàng... và thuận tiện hơn cho quá trình kinh doanh sản xuất cũng như đầu tư.

Ngoài ra, hoạt động với quy mô lớn tạo điều kiện để các trung gian tài chính đầu tư vào các hệ thống máy tính đắt tiền dùng cho quản lý và tiến hành hàng triệu giao dịch mà vẫn đảm bảo chi phí tính trên mỗi giao dịch ở mức thấp.

Vai trò của trung gian tài chính trong việc giảm bớt chi phí thông tin

- Về vấn đề khắc phục tình trạng thông tin bất cân xứng và hiểm họa đạo đức.

Như phần trên đã đề cập, khi tham gia thị trường tài chính, các nhà đầu tư thường gặp phải rào cản là tình trạng thông tin bất cân xứng và hiểm họa đạo đức, từ đó dẫn đến việc ra quyết định đầu tư không thể chính xác, gặp rủi ro cao, thậm chí thua lỗ. Các định chế trung gian tài chính có thể giúp các nhà đầu tư khắc phục được vấn đề này. Để có quyền được thực hiện giao dịch, các trung gian tài chính phải có giấy phép hoạt động và đăng ký đầy đủ dưới tư cách một pháp nhân. Chính vì thế, các trung gian tài chính, chịu sự kiểm soát của cơ quan quản lý nhà nước và phải chịu trách nhiệm về mọi hoạt động cũng như mọi thông tin đưa ra trước pháp luật.

Khi làm việc với nhà đầu tư, người cung cấp vốn. Với một tư cách pháp nhân rõ ràng, các tổ chức trung gian tài chính có thể trước hết tạo niềm tin cho nhà đầu tư vì đồng vốn của họ được đảm bảo trước hệ thống luật pháp, và có mức rủi ro thấp hơn so với việc cho vay một đối tượng mà không có gì bảo đảm chắc chắn. Bên cạnh đó, các trung gian tài chính do chuyên hoạt động trong lĩnh vực tài chính tiền tệ nên họ được trang bị đầy đủ hơn những người cho vay đơn lẻ cả về kiến thức và kinh nghiệm, nhờ đó họ có thể thu thập và xử lý thông tin hiệu quả hơn, giúp đánh giá được chính xác hơn. Các tổ chức trung gian tài chính có thể cung cấp cho nhà đầu tư những thông tin xác thực và chính xác về các dự án có tiềm năng, hiệu quả cao đang cần vốn. Vậy là hệ thống thông tin đã được xóa dần sự mất cân xứng, qua đó giảm thiểu được nguy cơ chọn lựa đối

ngịch, từ đó tăng thêm sự tự tin của nhà đầu tư có thể mạnh dạn đầu tư hơn khi đã có một mức độ tin cậy nhất định.

Khi làm việc với những đối tượng cần vay vốn. Các trung gian tài chính đòi hỏi sự minh bạch và rõ ràng về tài chính, có khả năng chi trả, và sự hiệu quả từ đồng vốn bỏ ra. Qua việc kiểm tra và kiểm soát trong phạm vi có thể, các trung gian tài chính có thể ngăn chặn được những hiện tượng “dự án ma” vay vốn bỏ trốn, dự án kém chất lượng... và như thế, vừa làm cho nền kinh tế được vận hành tốt hơn, vừa tăng tính an toàn cho chính hoạt động của các định chế trung gian tài chính.

Ngoài ra, các trung gian tài chính còn khắc phục được vấn đề “người đi nhờ xe”, do họ chủ yếu cung cấp vốn thông qua các khoản cho vay trực tiếp chứ không thông qua việc mua chứng khoán. Các khoản vay trực tiếp này không được mua bán trên thị trường nên những nhà đầu tư khác không thể lợi dụng. Chi phí các trung gian tài chính bỏ ra để mua thông tin và giám sát hoạt động của người đi vay nhằm giảm tình trạng thông tin bất cân xứng sẽ đem lại cho họ những lợi thế mà các nhà đầu tư khác nếu không bỏ tiền ra thì không thể có được.

Vai trò của trung gian tài chính trong việc khắc phục tổn thất rủi ro cho các chủ thể tham gia thị trường tài chính

Kể cả khi nhà đầu tư đã biết được đầy đủ thông tin về công ty hay dự án mà họ định đầu tư, và đó có là một dự án hiệu quả và đáng tin cậy đến mấy thì cũng không ai dám chắc được về tính rủi ro của nó. Vì thế, không nhà đầu tư nào muốn bỏ vốn ra rồi sẽ tự chịu toàn bộ thiệt hại nếu xảy ra những tổn thất do rủi ro mang lại. Do vậy, quỹ bảo hiểm được tạo lập một cách có ý thức, khắc phục hậu quả của những yếu tố khách quan bất lợi và những sai lầm chủ quan của nền kinh tế, bằng cách bù đắp các tổn thất phát sinh nhằm tái lập và đảm bảo tính thường xuyên liên tục của các hoạt động của đời sống kinh tế- xã hội. Như vậy, trên phạm vi toàn bộ nền kinh tế xã hội, bảo hiểm đóng vai trò như công cụ an toàn và dự phòng đảm bảo khả năng hoạt động lâu dài của mọi chủ thể dân cư và kinh tế. Với vai trò đó, bảo hiểm khi xâm nhập sâu rộng mọi lĩnh vực của đời sống

đã phát huy tác động vốn có của mình: thúc đẩy ý thức đề phòng, hạn chế tổn thất cho mọi thành viên tham gia trên thị trường tài chính.

Như vậy, với những ưu thế về quy mô hoạt động, tính chuyên nghiệp và các dịch vụ tài chính đặc thù (như khoản vay trực tiếp, đầu tư mạo hiểm...), các trung gian tài chính có khả năng khắc phục khá hiệu quả những hạn chế của kênh tài chính trực tiếp, và do đó ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc lưu chuyển vốn trong nền kinh tế.

1.2.3.2. Định chế trung gian tài chính có vai trò hỗ trợ hệ thống dịch vụ trên thị trường tài chính

Dịch vụ thanh toán

Ngân hàng thương mại là một điển hình trong hoạt động cung cấp dịch vụ thanh toán, trở thành liên kết giữa người mua và người bán. Do những vấn đề rủi ro và bất tiện trong quá trình bảo quản và vận chuyển, khách hàng sẽ không nhất thiết phải thanh toán bằng tiền mặt (cash) mà có thể thông qua séc, thẻ tín dụng... Quá trình này diễn ra được nhờ một hệ thống máy thanh toán tự động liên kết hoạt động giữa hệ thống ngân hàng và nơi thanh toán. Người sử dụng yêu cầu phải có một tài khoản tiền gửi không kì hạn đặt ở ngân hàng, có thể thanh toán và chuyển đổi bất cứ lúc nào. Đây là một chức năng vô cùng hiện đại và thuận tiện cho người tiêu dùng bởi vì họ có thể yên tâm về sự an toàn của tài sản của mình, và quá trình thanh toán diễn ra nhanh gọn, tiện lợi tránh được những vấn đề như mất cắp, nạn tiền giả, tiền thiếu.v.v.

Dịch vụ tư vấn

Với đội ngũ nhân sự được đào tạo chuyên nghiệp về lĩnh vực tài chính, có đầy đủ hiểu biết về việc phân tích và tìm hiểu thông tin đầu tư và kinh doanh cho khách hàng, các tổ chức trung gian tài chính có thể cung cấp một cách tốt nhất dịch vụ tư vấn cho khách hàng (chủ yếu là nhà đầu tư trên các thị trường như bất động sản, chứng khoán, kinh doanh sản xuất...). Điều này sẽ giúp cho các nhà đầu tư có thêm thông tin để tự tin đầu tư theo dự định của mình. Tất nhiên, chi phí tư vấn đầu tư là không nhỏ, tuy nhiên nếu xét trên những lợi ích đạt được thì các nhà đầu tư vẫn sẵn sàng bỏ tiền để có những thông tin cần thiết, cũng như

những tư vấn, lời khuyên từ các nhà phân tích. Điều này đem lại lợi ích cho cả các nhà đầu tư, và chính các công ty cung cấp dịch vụ tư vấn, nên hiện nay, đây là một dịch vụ tương đối phát triển và được nhiều đối tượng trong nền kinh tế quan tâm.

Dịch vụ chuyển tiền, quản lý tài sản, nghiệp vụ ủy thác...

Những dịch vụ này góp phần nâng cao chất lượng hoạt động của thị trường tài chính và tăng thu nhập của các trung gian tài chính. Nhìn chung, các dịch vụ mà định chế tài chính trung gian của nền kinh tế cung cấp đang thực sự phát triển, không chỉ đa dạng hóa mà còn chuyên môn hóa. Hoạt động kinh tế của các thành viên trong nền kinh tế được hỗ trợ rất nhiều thông qua các dịch vụ này. Và, đây được dự báo là những ngành sẽ rất có tiềm năng trong thời gian sắp tới. Các dịch vụ này có tác dụng hỗ trợ cho các hoạt động của nền kinh tế hoạt động được thông suốt làm cho quá trình lưu chuyển vốn trên thị trường tài chính trở nên nhanh chóng, thuận tiện và an toàn hơn.

1.2.3.3. Vai trò của các trung gian tài chính trong việc tài trợ vốn cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp

Nền kinh tế phát triển một cách hiệu quả và bền vững không thể hiện nhiều qua sự phát triển của thị trường chứng khoán hay của những nguồn vốn gián tiếp, mà thể hiện chủ yếu ở hiệu quả đầu tư trực tiếp vào quá trình sản xuất kinh doanh hàng hoá, dịch vụ của nền kinh tế. Điều đó thể hiện vai trò to lớn của đầu tư trong một nền kinh tế. Tuy nhiên, quá trình đầu tư từ người có vốn đến người sản xuất là không hề đơn giản, thậm chí đôi khi còn gặp phải những rào cản, khó khăn tiềm tàng của thị trường. Các trung gian tài chính mà điển hình là các ngân hàng thương mại với tư cách là một tổ chức tín dụng chuyên kinh doanh trong lĩnh vực tiền tệ, tín dụng, có khả năng giải quyết mâu thuẫn này bằng cách huy động mọi nguồn vốn chưa sử dụng của các chủ thể kinh tế trong xã hội để hình thành quỹ cho vay tập trung. Thông qua việc huy động vốn và sau đó cho các doanh nghiệp vay lại, các trung gian tài chính đã đóng vai trò là người trung gian môi giới giữa người đi vay và người cho vay, từ đó góp phần thực hiện sự luân

chuyển vốn đầu tư một cách có hiệu quả trong sự phát triển chung của nền kinh tế. Đây là vai trò quan trọng và to lớn nhất của các định chế trung gian tài chính

Tóm lại, hệ thống các định chế trung gian tài chính ngày càng có vai trò tích cực đóng góp vào sự phát triển của nền kinh tế mà đặc biệt là sự phát triển của thị trường tài chính. Các tổ chức trung gian tài chính đã khắc phục được những mặt hạn chế của thị trường tài chính, tiết kiệm chi phí xã hội, hỗ trợ mạnh mẽ đến các dịch vụ trên thị trường tài chính, phục vụ đời sống con người được thuận lợi và dễ dàng hơn. Và quan trọng hơn cả là kênh thu hút và lưu chuyển vốn đầu tư lớn và hiệu quả nhất của nền kinh tế, giúp thị trường tài chính cũng như nền kinh tế phát triển ổn định và bền vững.

1.3. Tự do hóa tài chính và các cam kết tự do hóa tài chính trong WTO

1.3.1. Nội dung của tự do hóa tài chính

Nhiều nước đang phát triển, thường là các nước châu Mỹ Latinh và cả các nước ở châu Á và châu Phi thường thực hiện các chính sách kiểm soát và áp chế tài chính (Financial repression). McKinnon và Shaw (1973) đã đúc kết các tác động tiêu cực của các chính sách áp chế tài chính:

- Việc kiểm soát lãi suất ngất ngèo, duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao trong bối cảnh lạm phát cao thường làm cho lãi suất tiền gửi ở các nước đang phát triển ở vào mức âm, và vì vậy cản trở phát triển hệ thống tài chính theo chiều sâu.
- Lãi suất thấp không làm tăng được vốn đầu tư vì khả năng huy động tiết kiệm bị hạn chế.
- Đầu tư của cả hộ gia đình và doanh nghiệp bị tập trung nhiều vào các tài sản có giá trị không bị tác động bởi lạm phát (ví dụ: vàng, ngoại tệ hay bất động sản).
- Do vốn vay trong hệ thống tài chính chính thức bị giảm, các nhà đầu tư phải dựa nhiều hơn vào vốn tự có.
- Việc dựa vào vốn tự có làm cho tài sản nợ của các doanh nghiệp có tính thanh khoản rất thấp.
- Hoạt động đầu tư của các quỹ đầu tư và công ty bảo hiểm bị hạn chế do tiền tệ bất ổn định và tài sản tài chính không có tính thanh khoản cao.

McKinnon và Shaw đã phát triển các mô hình về phát triển kinh tế trong đó giải thích phát triển thị trường tài chính theo hướng tự do hóa tài chính sẽ thúc đẩy tăng trưởng. Lập luận ủng hộ tự do hóa tài chính của McKinnon và Shaw cho rằng khi trần lãi suất được xóa bỏ, tỷ lệ dự trữ bắt buộc được giảm xuống và vấn đề chia cắt thị trường tài chính được giảm nhẹ thì tiết kiệm sẽ gia tăng, hiệu quả phân bổ vốn đầu tư của các tổ chức và thị trường tài chính cũng sẽ được cải thiện.

Tuy nhiên, theo Stiglitz và Weiss (1981) thì thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính là nguyên nhân làm cho lãi suất thực gia tăng do tự do hóa tài chính mang lại có thể tạo ra những tác động không mong muốn về lựa chọn bất lợi (adverse selection) và hiểm họa đạo đức (moral hazard). Do rủi ro càng cao thì lợi suất càng cao, các nhà đầu tư sẽ có khuynh hướng chọn các dự án có rủi ro cao hơn. Thứ nhất, khi lãi suất vốn vay càng tăng, thì càng có một tỷ lệ lớn hơn những nhà đầu tư liều lĩnh xin được cấp tín dụng; nhưng những người vay cần trọng sẽ bị buộc phải rời bỏ thị trường (lựa chọn bất lợi), làm cho rủi ro bình quân của ngân hàng tăng lên. Thứ hai, người đi vay sẽ tìm cách thay đổi dự án của họ sau khi đã được ngân hàng cho vay để làm cho nó trở nên rủi ro hơn (hiểm họa đạo đức) và cũng sẽ làm tăng rủi ro của ngân hàng. Vì vậy, theo Stiglitz và Weiss (1981), lãi suất thấp không nhất thiết là do quy định của chính phủ, mà do các ngân hàng tự động quy định để giảm mức rủi ro trung bình. Điều này có nghĩa là phát triển thị trường tài chính không kèm theo việc tăng lãi suất tự do.

Nguyên nhân thứ hai làm cho việc tự do hóa thị trường tài chính có thể tạo ra các tác động bất lợi cho sự phát triển của thị trường tài chính là tự do hóa tài chính có thể tạo ra bất ổn định kinh tế vĩ mô. Mặc dù có nhiều lập luận ủng hộ cho việc phát triển thị trường tài chính theo hướng tự do hóa tài chính và mở cửa thị trường tài chính ở châu Mỹ Latinh trong thập niên 70 và đầu 80 đã đem lại nhiều hậu quả tiêu cực hơn là tích cực: lạm phát phi mã, phá sản hàng loạt, thất nghiệp gia tăng và nhiều nước đã phải quay lại việc tái thiết lập hệ thống áp chế tài chính.

Việc xóa bỏ kiểm soát lãi suất và sau đó là sự gia tăng lãi suất thực nội địa là yếu tố làm dòng vốn nước ngoài chảy vào. Tỷ giá hối đoái thực do vậy lên giá. Sự bất ổn định về kinh tế vĩ mô nảy sinh. Ban đầu, lợi nhuận trong khu vực không tham gia ngoại thương tăng lên làm tăng đầu tư vào khu vực này, đặc biệt là đầu tư bất động sản. Số lượng bất động sản không đổi dẫn đến giá đất gia tăng và kéo theo lạm phát. Sự lên giá của tỷ giá hối đoái thực làm suy giảm khu vực xuất khẩu. Thâm hụt tài khoản vãng lai gia tăng và được bù đắp bởi lượng vốn nước ngoài chảy vào. Đến khi tỷ giá hối đoái quá cao, đến mức mà các nhà đầu tư cho rằng không bền vững, tình trạng rút vốn sẽ xảy ra. Sau cùng thì tỷ giá hối đoái sẽ buộc phải bị phá giá, lợi nhuận trong khu vực không tham gia ngoại thương giảm và tạo ra một vòng điều chỉnh kinh tế nữa. Hậu quả là nền kinh tế có thể rơi vào thời kỳ khủng hoảng. Đây là một trong những nguyên nhân quan trọng gây ra các cuộc khủng hoảng tài chính ở châu Mỹ la tinh, và đặc biệt ở châu Á (bao gồm cả Hàn Quốc) năm 1997.

Từ những luận cứ khoa học của việc nghiên cứu chính sách và thể chế để phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập, Hàn Quốc đã xây dựng được một hệ thống chính sách và thể chế nhằm ứng phó với các biến động bất thường của thị trường và các cú sốc từ bên ngoài. Việt Nam có thể tham khảo để rút ra các bài học kinh nghiệm cho việc phát triển thị trường tài chính của mình, đặc biệt là thị trường vốn.

1.3.2. Tự do hóa tài chính trong khuôn khổ WTO

WTO là một tổ chức quốc tế thực hiện các chức năng: (1) quản lý việc thực hiện các hiệp định của WTO; (2) là diễn đàn đàm phán về thương mại; (3) giải quyết các tranh chấp về thương mại; (4) giám sát chính sách thương mại của các quốc gia; (5) trợ giúp kỹ thuật và huấn luyện cho các nước đang phát triển; (6) hợp tác với các tổ chức quốc tế khác. Trên cơ sở các hiệp định và các nguyên tắc chung đòi hỏi các nước thành viên phải ký kết và tuân thủ, hoạt động của WTO nhằm mục đích loại bỏ hay giảm thiểu các rào cản thương mại để tiến tới tự do thương mại.

WTO không định nghĩa về tự do hóa tài chính cũng không có một quy định cụ thể nào về tự do hóa tài chính nói chung. Thay vào đó, WTO điều chỉnh

những quy tắc chung về thương mại dịch vụ trong lĩnh vực tài chính trên cơ sở các cam kết về mở cửa thị trường và đãi ngộ quốc gia. Như vậy, khi nói đến tự do hóa tài chính trong WTO là nói đến tự do hoá theo biểu cam kết về dịch vụ tài chính, hay còn gọi là tự do hóa dịch vụ tài chính.

Cần lưu ý rằng, tự do hóa tài chính nói chung và tự do hóa dịch vụ tài chính là hai khái niệm không đồng nhất. Tự do hóa dịch vụ tài chính được thể hiện thông qua các cam kết gia nhập WTO về dịch vụ tài chính. Các cam kết này nói lỏng quy định về hiện diện thương mại của tổ chức tài chính nước ngoài trên thị trường nước thực hiện cam kết và trong một số trường hợp, nói lỏng các quy định về di chuyển các dòng vốn quốc tế ra/vào lãnh thổ của nước đó (sẽ phân tích dưới đây). Tự do hóa dịch vụ tài chính do đó chỉ là một phần nội dung của tự do hóa tài chính nói chung: mở cửa thị trường tài chính trong nước đối với các định chế tài chính nước ngoài (hiện diện thương mại) và tự do hóa dòng vốn quốc tế.

1.3.2.1 Tổng quan Hiệp định chung về thương mại và dịch vụ GATS

Hiệp định chung về Thương mại Dịch vụ (GATS) là một bộ phận không thể tách rời trong hệ thống pháp lý của WTO và là văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động thương mại dịch vụ giữa các nước thành viên WTO. GATS ra đời như một trong những kết quả quan trọng của Vòng đàm phán Uruguay. GATS hoạt động với mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng thương mại của mọi nước thành viên và đảm bảo luật pháp có tính dự báo nhằm phát triển thương mại và đầu tư để tiến dần tới tự do hoá thương mại dịch vụ.

Theo GATS, dịch vụ được chia thành 12 ngành và 155 tiểu ngành, trong đó dịch vụ tài chính là ngành dịch vụ lớn nhất.

GATS quy định những nghĩa vụ và nguyên tắc hoạt động trong thương mại dịch vụ như sau:

- Nguyên tắc đãi ngộ Tối huệ quốc (MFN): được xây dựng trên nền tảng của nguyên tắc không phân biệt đối xử và được quy định tại Điều II.1 của GATS. Điều này có thể được hiểu là nếu một quốc gia thành viên của WTO cho phép và tạo điều kiện cho các ngân hàng nước ngoài nào đó (kể cả nước không phải

thành viên) hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng thì cũng phải cho phép và tạo điều kiện bình đẳng như vậy cho ngân hàng của các thành viên khác hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, trừ khi nước đó có những ngoại lệ MFN được nêu trong Danh mục cam kết khi gia nhập. Việc áp dụng nguyên tắc này nhằm đẩy mạnh tự do hoá thương mại dịch vụ và đạt được mức độ tự do hoá dịch vụ cao như đối với thương mại hàng hoá giữa các nền kinh tế thành viên WTO.

- Nguyên tắc minh bạch và công khai hoá: Minh bạch hay công khai là nguyên tắc cốt yếu để tiến tới tự do hoá đa phương, được quy định tại Điều III của GATS. Theo đó, các thành viên có nghĩa vụ công bố và thông báo nhanh chóng những thay đổi pháp luật, duy trì các điểm hỏi đáp và tiến hành rà soát các văn bản pháp luật một cách công bằng. Nguyên tắc này cho phép phát hiện những hạn chế và những biện pháp bảo hộ trái quy định của GATS, tạo điều kiện tốt hơn để các nhà cung cấp dịch vụ tiếp cận thị trường các thành viên và cùng cạnh tranh.
- Nguyên tắc đối xử Quốc gia (NT): được xây dựng trên nền tảng của nguyên tắc không phân biệt đối xử, là nguyên tắc thể hiện mức độ tự do hoá trên cơ sở các cam kết của các nước thành viên và được qui định tại Điều XVII của GATS. Điều này được hiểu là các thành viên phải dành cho các dịch vụ và các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài sự đối xử giống như dành cho dịch vụ và các nhà cung cấp dịch vụ tương tự trong nước.
- Nguyên tắc tiếp cận thị trường (MA): Tiếp cận thị trường là nguyên tắc thể hiện mức độ tự do hoá trên cơ sở các cam kết của các nước thành viên, được quy định tại Điều XVI của GATS. Theo điều này, các nước thành viên không được duy trì hoặc ban hành các biện pháp hạn chế về số lượng, về hình thức của các pháp nhân và về sự tham gia góp vốn của phía nước ngoài. Ngoài ra, GATS không cho phép các thành viên đưa ra các hạn chế mang tính "nhu cầu kinh tế".
- Nguyên tắc “tự do hóa dần dần” (Điều XIX): phản ánh sự chấp nhận chung là tự do hóa sẽ được thực hiện từng bước.
- Nguyên tắc về giải quyết tranh chấp: tất cả các cam kết đều ràng buộc về mặt pháp lý. Quốc gia bị vi phạm quyền lợi có thể khiếu nại. Nếu chứng minh được quyền lợi của mình bị vi phạm, quốc gia đó có thể áp dụng các biện pháp trừng phạt đối với nước vi phạm cam kết.

1.3.2.2 Khái niệm dịch vụ tài chính

Hiệp định chung về thương mại dịch vụ (GATS) định nghĩa dịch vụ tài chính là ***“bất kỳ dịch vụ nào mang tính chất tài chính được các nhà cung cấp dịch vụ tài chính cung cấp cho một nước thành viên”***. Mặc dù có một danh mục các dịch vụ tài chính rất chi tiết trong GATS nhưng cho tới nay chúng vẫn chưa bao gồm hết các dịch vụ tài chính có thể xảy ra trong thực tế.

Các dịch vụ tài chính trong GATS bao gồm:

- Bảo hiểm và các dịch vụ liên quan đến bảo hiểm
- Dịch vụ ngân hàng và các dịch vụ tài chính khác.

Bảo hiểm và dịch vụ liên quan đến bảo hiểm bao gồm:

- Bảo hiểm gốc
 - Bảo hiểm nhân thọ, trừ bảo hiểm y tế
 - Bảo hiểm phi nhân thọ
- Tái bảo hiểm và nhượng tái bảo hiểm
- Trung gian bảo hiểm (như môi giới bảo hiểm và đại lý bảo hiểm)
- Dịch vụ hỗ trợ bảo hiểm (như tư vấn, dịch vụ tính toán, đánh giá rủi ro và giải quyết bồi thường)

Ngân hàng và dịch vụ tài chính khác bao gồm:

- Nhận tiền gửi và các khoản phải trả khác từ công chúng
- Cho vay dưới tất cả các hình thức, bao gồm tín dụng tiêu dùng, tín dụng cầm cố thế chấp, bao thanh toán và tài trợ giao dịch thương mại
- Thuê mua tài chính
- Mọi dịch vụ thanh toán và chuyển tiền, bao gồm thẻ tín dụng, thẻ thanh toán và thẻ nợ, séc du lịch và hối phiếu ngân hàng
- Bảo lãnh và cam kết
- Kinh doanh trên tài khoản của mình hoặc của khách hàng, tại sở giao dịch, trên thị trường giao dịch thoả thuận hoặc bằng cách khác như dưới đây:

- Công cụ thị trường tiền tệ (bao gồm séc, hối phiếu, chứng chỉ tiền gửi);
 - Ngoại hối;
 - Các công cụ tỷ giá và lãi suất, bao gồm các sản phẩm như hợp đồng hoán đổi, hợp đồng kỳ hạn;
 - Vàng khối.
 - Môi giới tiền tệ
- Quản lý tài sản, như quản lý tiền mặt hoặc danh mục đầu tư, mọi hình thức quản lý đầu tư tập thể, quản lý quỹ hưu trí, các dịch vụ lưu ký và tín thác
 - Các dịch vụ thanh toán và bù trừ tài sản tài chính, bao gồm chứng khoán, các sản phẩm phái sinh và các công cụ chuyển nhượng khác
 - Cung cấp và chuyển thông tin tài chính và xử lý dữ liệu tài chính cũng như các phần mềm liên quan của các nhà cung cấp các dịch vụ tài chính khác
 - Các dịch vụ tư vấn, trung gian môi giới và các dịch vụ tài chính phụ trợ khác đối với tất cả các hoạt động được nêu từ 9 tiểu mục, kể cả tham chiếu và phân tích tín dụng, nghiên cứu và tư vấn đầu tư và danh mục đầu tư, tư vấn về mua lại và về tái cơ cấu và chiến lược doanh nghiệp.

Cam kết tự do hóa dịch vụ tài chính trong WTO

Tự do hoá dịch vụ tài chính là việc giảm thiểu, thậm chí xoá bỏ tất cả rào cản thương mại trong lĩnh vực dịch vụ tài chính thông qua các cam kết cho phép các định chế tài chính nước ngoài trong lĩnh vực bảo hiểm, ngân hàng và tài chính khác thâm nhập thị trường trong nước và được hưởng chế độ đãi ngộ quốc gia.

Các quốc gia thành viên WTO thực hiện cam kết thương mại dịch vụ thông qua một biểu cam kết có cấu trúc như bảng 1.1

Một biểu cam kết dịch vụ thường gồm 2 phần chính: cam kết chung áp dụng đối với tất cả các ngành dịch vụ và cam kết cụ thể đối với từng ngành.

Bảng 1.1 Cấu trúc biểu cam kết dịch vụ

Phương thức cung cấp (1) Cung cấp qua biên giới (2) Tiêu dùng ngoài lãnh thổ (3) Hiện diện thương mại (4) Hiện diện thể nhân			
Ngành và phân ngành	Hạn chế tiếp cận thị trường	Hạn chế đối xử quốc gia	Cam kết bổ sung
I. Cam kết chung			
	(3) Không hạn chế, ngoại trừ	(1) Không hạn chế	
	
II. Cam kết cụ thể cho từng ngành			
1. Đối với ngành dịch vụ tài chính			

Nguồn: Tài liệu không chính thức giải thích biểu cam kết dịch vụ

Nếu cam kết theo chiều ngang, các nước thành viên WTO sẽ cam kết tự do hoá dịch vụ tài chính theo 4 phương thức cung cấp:

- **Phương thức 1 (cung cấp qua biên giới)**: là việc nhà cung cấp nước ngoài cung cấp dịch vụ qua biên giới cho người tiêu dùng trong nước. Ở đây, không có sự di chuyển của người cung cấp dịch vụ và người tiêu dùng sang lãnh thổ của nhau. Ví dụ, một tổ chức tài chính đóng tại nước ngoài nhận khoản vay hoặc mua bảo hiểm cho người tiêu dùng nội địa.
- **Phương thức 2 (tiêu dùng ngoài lãnh thổ)**: liên quan tới việc sử dụng dịch vụ ở nước ngoài khi người tiêu dùng di chuyển đến lãnh thổ của nhà cung cấp. Ví dụ, người tiêu dùng mua các dịch vụ tài chính khi đang du lịch ở nước ngoài.
- **Phương thức 3 (hiện diện thương mại)**: là sự hiện diện thương mại của nhà cung cấp thành viên tại lãnh thổ của một thành viên khác để cung cấp dịch vụ tài chính cho người tiêu dùng trong nước. Ví dụ, một ngân hàng nước ngoài hoặc một định chế tài chính khác thành lập chi nhánh hoặc công ty con tại lãnh thổ của một quốc gia và cung cấp các dịch vụ tài chính.
- **Phương thức 4 (hiện diện thể nhân)**: bao hàm việc cung cấp dịch vụ thông qua

hiện diện thể nhân của một thành viên tại lãnh thổ của một thành viên khác. Phương thức này liên quan đến nhà cung cấp dịch vụ độc lập và nhân viên của pháp nhân cung cấp dịch vụ, bao hàm cả việc hiện diện tiềm năng, ví dụ, của nhà tư vấn tài chính độc lập cũng như việc chuyển giao nội bộ nhà quản lý ngân hàng.

Nếu cam kết theo chiều dọc, các nước sẽ cam kết trên cơ sở hạn chế tiếp cận thị trường, hạn chế đối xử quốc gia và các cam kết bổ sung:

Cột hạn chế về tiếp cận thị trường: liệt kê các biện pháp duy trì đối với các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài. GATS quy định 6 loại biện pháp hạn chế bao gồm: (1) hạn chế về số lượng nhà cung cấp dịch vụ; (2) hạn chế về tổng giá trị của các giao dịch hoặc tài sản; (3) hạn chế về tổng số hoạt động dịch vụ hoặc số lượng dịch vụ cung cấp; (4) hạn chế về số lượng lao động; (5) hạn chế hình thức thành lập doanh nghiệp; (6) hạn chế góp vốn của nước ngoài. Biểu cam kết nào liệt kê càng nhiều biện pháp nói trên thì mức độ mở cửa thị trường cho các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài càng hẹp.

Cột hạn chế về đối xử quốc gia: liệt kê các biện pháp nhằm duy trì sự phân biệt đối xử giữa nhà cung cấp dịch vụ trong nước với nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài. Biểu cam kết nào liệt kê càng nhiều biện pháp trong cột hạn chế về đối xử quốc gia thì sự phân biệt đối xử giữa các nhà cung cấp dịch vụ trong nước với các nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài càng lớn.

Cột cam kết bổ sung: liệt kê các biện pháp ảnh hưởng đến hoạt động cung cấp và tiêu dùng dịch vụ nhưng không thuộc về hạn chế tiếp cận thị trường hay hạn chế về đối xử quốc gia. Cột này mô tả những quy định liên quan đến trình độ, tiêu chuẩn kỹ thuật, các yêu cầu hoặc thủ tục về việc cấp phép...

Phương pháp cam kết

WTO sử dụng phương pháp chọn - cho (positive approach) khi xác định phạm vi cam kết. Theo đó, nước thành viên chỉ cam kết mở cửa thị trường cho các dịch vụ xuất hiện trong Biểu. Với những dịch vụ không xuất hiện trong Biểu,

bên cam kết không có nghĩa vụ nào cả, ngoại trừ nghĩa vụ áp dụng các quy tắc chung của GATS. Như vậy, ***các nước được tự do chọn dịch vụ tài chính (ngành và tiểu ngành) để cam kết và ghi vào trong biểu cam kết gia nhập WTO của mình.***

WTO dùng phương pháp chọn - bỏ (negative approach) khi đưa ra cam kết đối với các dịch vụ được đưa vào biểu. Theo đó, ***bên cam kết sẽ liệt kê toàn bộ các biện pháp hạn chế áp dụng cho dịch vụ có liên quan. Ngoài các biện pháp này, sẽ không áp dụng bất kỳ biện pháp hạn chế nào khác.*** Nguyên tắc là như vậy nhưng một vài Thành viên WTO, khi đi vào từng ngành cụ thể, thỉnh thoảng vẫn áp dụng phương pháp chọn - cho. Vì vậy, hai cụm từ "không hạn chế, ngoại trừ" và "chưa cam kết, ngoại trừ" thường được đưa thêm vào Biểu để khẳng định phương pháp tiếp cận tại một phương thức cung cấp dịch vụ nào đó là chọn - bỏ hay chọn - cho.

Xét về mức độ cam kết trong biểu cam kết, các nước thường cam kết theo 3 mức độ: cam kết toàn bộ, cam kết kèm theo những hạn chế và không cam kết.

Cam kết toàn bộ: Các thành viên không đưa ra bất cứ hạn chế nào về tiếp cận thị trường hay đối xử quốc gia đối với một hoặc nhiều dịch vụ hay đối với một hoặc nhiều phương thức cung cấp dịch vụ. Khi đó, các thành viên sẽ thể hiện trong Biểu cam kết của mình cụm từ “Không hạn chế” vào các cột và phương thức cung cấp dịch vụ thích hợp. Tuy vậy, các hạn chế được liệt kê trong phần cam kết chung vẫn được áp dụng.

Ví dụ: Trong biểu cam kết gia nhập WTO của Việt Nam về lĩnh vực bảo hiểm, Việt Nam không hạn chế về đối xử quốc gia theo các phương thức 3 (hiện diện thương mại) tuy nhiên tổ chức bảo hiểm nước ngoài vẫn bị hạn chế theo cam kết chung, đó là: các khoản trợ cấp có thể chỉ dành cho các nhà cung cấp dịch vụ Việt Nam; việc giành trợ cấp một lần để thúc đẩy và tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình cổ phần hóa không bị coi là vi phạm cam kết này.

Cam kết kèm theo những hạn chế: Các thành viên chấp nhận mở cửa thị trường cho một hoặc nhiều ngành dịch vụ nhưng liệt kê tại các cột tương ứng của Biểu cam kết các biện pháp hạn chế áp dụng cho nhà cung cấp dịch vụ nước ngoài. Khi đó, các Thành viên sẽ thể hiện trong Biểu cam kết của mình các cụm từ như “Không hạn chế, ngoại trừ” hoặc “Chưa cam kết, ngoại trừ...”. Xuất phát từ nguyên tắc chọn - bỏ, nếu chỉ liệt kê biện pháp mà không kèm theo một trong hai cụm từ trên thì đương nhiên hiểu là "Không hạn chế, ngoại trừ ...".

Ví dụ: Trong biểu cam kết gia nhập WTO của Việt Nam về lĩnh vực ngân hàng và các dịch vụ tài chính khác, Việt Nam chưa cam kết theo phương thức 1 (cung cấp dịch vụ qua biên giới) trong các lĩnh vực dịch vụ được liệt kê, ngoại trừ: việc cung cấp và chuyển thông tin tài chính và xử lý dữ liệu tài chính cũng như các phần mềm liên quan của các nhà cung cấp các dịch vụ tài chính khác; các dịch vụ tư vấn, trung gian môi giới và các dịch vụ tài chính phụ trợ, kể cả tham chiếu và phân tích tín dụng, nghiên cứu và tư vấn đầu tư và danh mục đầu tư, tư vấn về mua lại và về tái cơ cấu và chiến lược doanh nghiệp. Tức là trong các lĩnh vực loại trừ được liệt kê, tổ chức tài chính nước ngoài được phép cung cấp dịch vụ trên thị trường Việt Nam.

Một ví dụ khác, cũng trong lĩnh vực ngân hàng và các dịch vụ tài chính khác, Việt Nam sẽ dành chế độ ưu đãi bình đẳng giữa các ngân hàng trong nước và nước ngoài; tuy nhiên, lại đưa ra các hạn chế khi thành lập chi nhánh ngân hàng nước ngoài như: ngân hàng mẹ có tổng tài sản có trên 20 tỷ đôla Mỹ vào cuối năm trước thời điểm nộp đơn hoặc các điều kiện thành lập một ngân hàng liên doanh hoặc một ngân hàng 100% vốn đầu tư nước ngoài: ngân hàng mẹ có tổng tài sản có trên 10 tỷ đôla Mỹ vào cuối năm trước thời điểm nộp đơn...

Không cam kết: Các thành viên có thể duy trì khả năng đưa ra mọi biện pháp hạn chế tiếp cận thị trường và đối xử quốc gia đối với một hoặc nhiều phương thức cung cấp dịch vụ cụ thể. Khi đó, các thành viên sẽ thể hiện trong

Biểu cam kết cụm từ “Chưa cam kết”. Trong trường hợp này, các cam kết liệt kê trong phần cam kết chung vẫn được áp dụng.

Ví dụ: Trong biểu cam kết gia nhập WTO của Việt Nam về lĩnh vực chứng khoán, Việt Nam chưa cam kết theo phương thức 1 (cung cấp dịch vụ qua biên giới) về đối xử quốc gia. Tức là các tổ chức nước ngoài cung cấp dịch vụ chứng khoán ở Việt Nam không được hưởng đầy đủ quyền lợi như các tổ chức chứng khoán trong nước khi cung cấp dịch vụ chứng khoán theo phương thức 1.

Không cam kết vì không có tính khả thi kỹ thuật: trong một số trường hợp, một phương thức cung cấp dịch vụ có thể là không khả thi về mặt kỹ thuật. Ví dụ, dịch vụ xây nhà cung cấp qua biên giới. Khi đó, các thành viên sẽ thể hiện cụm từ “Chưa cam kết” nhưng ghi chú là "do không khả thi về mặt kỹ thuật".

Một số ngoại lệ về đãi ngộ tối huệ quốc trong cam kết tự do hóa dịch vụ tài chính:

Ngoại lệ đối với dịch vụ công: theo phụ lục GATS, các cam kết không áp dụng đối với những dịch vụ được chính phủ cung cấp vì mục đích quản lý hệ thống tài chính hay vì các mục đích bảo vệ nhà đầu tư, người gửi tiền trong nước.

Trong trường hợp vì lý do an toàn để bảo đảm sự ổn định của hệ thống và bảo vệ cán cân thanh toán, chính phủ có thể áp dụng các biện pháp hạn chế thanh toán ra nước ngoài và sẽ không bị coi là vi phạm quy định đối xử quốc gia, song khi áp dụng các biện pháp này thì phải áp dụng thống nhất đối với các chủ thể cung cấp dịch vụ.

Các quy tắc thận trọng: Các quy tắc thận trọng được đưa ra nhằm đảm bảo một nước thành viên có thể bảo hộ hệ thống tài chính trong nước và các chủ thể của hệ thống đó thông qua việc áp dụng một loạt các chuẩn mực an toàn (prudential standards). Về nguyên tắc, các biện pháp thận trọng không nhất thiết phải phù hợp với nguyên tắc tối huệ quốc, đối xử quốc gia và cam kết tiếp cận

thị trường. Tuy nhiên, cơ chế giám sát an toàn không nên bị lạm dụng để tránh thực hiện cam kết.

1.3.2.3. Nội dung và xu hướng tự do hoá tài chính trong WTO

Như đã đề cập ở trên, tự do hóa tài chính trong WTO, hoặc tự do hóa dịch vụ tài chính, chỉ thể hiện một phần nội dung của tự do hóa tài chính, đó là: mở cửa thị trường tài chính trong nước đối với các định chế tài chính nước ngoài (hiện diện thương mại) và tự do hóa dòng vốn quốc tế. Cụ thể:

Các cam kết theo phương thức 3 (hiện diện thương mại) biểu hiện chính sách mở cửa thị trường tài chính trong nước với bên ngoài. Trong một nền kinh tế có thị trường tài chính đóng, hoạt động tài chính ngân hàng tập trung chủ yếu vào ngân hàng nhà nước. Các ngân hàng tư nhân hoặc ngân hàng nước ngoài bị giới hạn hình thức, lĩnh vực hoạt động, thậm chí đối tượng kinh doanh. Ví dụ: ngân hàng nước ngoài không được huy động/cho vay bằng đồng nội tệ; ngân hàng nước ngoài chỉ được phép thành lập chi nhánh, nhà đầu tư nước ngoài không được nắm giữ quá 30% tỷ lệ vốn điều lệ của ngân hàng trong nước.... Khi một nước đưa ra cam kết theo phương thức 3 trong WTO, nước đó sẽ xóa bỏ theo mức độ cam kết các rào cản gia nhập thị trường (6 rào cản như đã nêu trong mục 1.2.1.3) và thực hiện đối xử bình đẳng giữa các chủ thể trong nền kinh tế, theo đó khuyến khích sự có mặt của các định chế tài chính nước ngoài tại thị trường trong nước. Thực tế về hiện diện thương mại của tổ chức tài chính nước ngoài tại đa số các nước gia nhập WTO có cam kết mạnh theo phương thức 3 đã chứng minh điều này.

Cam kết về tự do hóa dòng vốn quốc tế (tự do hóa tài khoản vãng lai và tự do hóa tài khoản vốn) được ngầm đề cập đến tại điều XI Hiệp định GATS ‘...ngoại trừ các trường hợp nêu trong điều XII (mô tả dưới đây), một nước thành viên không được áp dụng các hạn chế đối với chuyển tiền quốc tế và thanh toán theo các giao dịch vãng lai liên quan đến một cam kết cụ thể’ (điều khoản XI:1) và ‘...một quốc gia thành viên không được áp đặt hạn chế đối với bất kỳ giao dịch vốn nào khi hạn chế đấy mâu thuẫn với cam kết liên quan đến giao dịch đó...’ (điều khoản XI:2). Ghi chú số 8 (Footnote 8) của điều khoản XVI

giới hạn các trường hợp trong đó một nước thành viên phải cho phép thực hiện giao dịch vốn *‘Nếu một nước thành viên cam kết tiếp cận thị trường liên quan đến phương thức cung cấp dịch vụ qua biên giới và nếu việc cung cấp dịch vụ đó đòi hỏi phải di chuyển vốn qua biên giới, nước thành viên đó phải cam kết cho phép di chuyển vốn. Nếu một nước thành viên cam kết tiếp cận thị trường liên quan đến phương thức cung cấp dịch vụ hiện diện thương mại, nước đó phải cam kết cho phép dòng vốn chảy vào lãnh thổ của mình’*. Như vậy, WTO bắt buộc một nước thành viên phải tự do hóa giao dịch vãng lai và giao dịch vốn liên quan đến dịch vụ được cam kết. Trong đó, các cam kết liên quan đến tự do hóa dịch vụ tài chính theo phương thức 1 (cung cấp dịch vụ qua biên giới) và phương thức 2 (tiêu dùng ngoài lãnh thổ) bắt buộc kèm theo tự do hóa dòng vốn vào và dòng vốn ra liên quan trực tiếp đến dịch vụ được cung cấp; còn các cam kết liên quan đến phương thức 3 cung cấp dịch vụ hiện diện thương mại bắt buộc kèm theo tự do hóa dòng vốn vào liên quan đến dịch vụ được cung cấp (ở thể dưới hình thức vốn và thiết bị để xây dựng nhà xưởng hoặc vốn liên quan bản thân dịch vụ đó). WTO không điều chỉnh tự do hóa dòng vốn ra liên quan đến việc cung cấp dịch của một hiện diện tài chính nước ngoài tại nước thành viên.

Ví dụ: ngân hàng Deutsche Bank ở Singapore cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam vay vốn USD để tài trợ cho dự án thủy điện Sơn La. Trong trường hợp này, có sự dịch chuyển dòng vốn ngoại tệ (USD) vào lãnh thổ Việt Nam. Khi Việt Nam cam kết không hạn chế đối với cho vay tài trợ giao dịch thương mại của các tổ chức tài chính nước ngoài đối với các doanh nghiệp trong nước, điều này cũng đồng nghĩa với việc Việt Nam phải có những thay đổi tương ứng về mặt chính sách luật pháp nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho các tổ chức trong nước được vay vốn tài trợ thương mại ngắn hạn từ nước ngoài như cắt giảm bớt các thủ tục đăng ký khoản vay, xóa bỏ giấy phép con...

Tuy nhiên, không phải cam kết nào về dịch vụ tài chính trong WTO cũng kéo theo tự do hoá dòng vốn quốc tế. Bảng 1.2 liệt kê một số ví dụ chứng minh thương mại quốc tế có thể đi kèm hoặc không đi kèm sự vận động các luồng vốn quốc tế ra/vào lãnh thổ một nước.

Bảng 1.2 cho thấy, trong các trường hợp (a), (c), ngân hàng nước ngoài cho tổ chức trong nước vay bằng đồng nội tệ, xuất hiện thương mại dịch vụ tài chính nhưng không có sự dịch chuyển luồng vốn quốc tế vào/ra lãnh thổ của một nước. Tự do hoá dịch vụ tài chính trong trường hợp này không bắt buộc nước thành viên phải cam kết tự do hoá dòng vốn quốc tế. Trong các trường hợp (b), (d), ngân hàng nước ngoài cho tổ chức trong nước vay bằng đồng ngoại tệ, xảy ra thương mại dịch vụ tài chính kèm theo sự dịch chuyển luồng vốn quốc tế vào/ra lãnh thổ của một nước. Tự do hóa dịch vụ tài chính do đó bắt buộc phải có sự tự do hóa tương ứng của dòng vốn quốc tế.

Hầu hết các lĩnh vực dịch vụ ngân hàng và tài chính, tự do hóa theo phương thức 1 và 2 bắt buộc phải tự do hóa luồng vốn liên quan đến dịch vụ được cung cấp. Còn tự do hóa tài chính theo phương thức 3 thường không bắt buộc nước thành viên phải tự do hóa dòng vốn.

Bảng 1.2 Sự di chuyển dòng vốn nội địa/quốc tế theo các cam kết trong WTO

	<i>Vay bằng đồng nội tệ</i>	<i>Vay bằng đồng ngoại tệ</i>
Vốn vay từ ngân hàng nước ngoài ở nước ngoài (cung cấp dịch vụ theo phương thức 1)	(a) Chỉ liên quan đến thương mại dịch vụ quốc tế	(b) Có sự di chuyển luồng vốn quốc tế và thương mại dịch vụ quốc tế
Vốn vay từ ngân hàng nước ngoài hoạt động tại thị trường nội địa (cung cấp dịch vụ theo phương thức 3)	(c) Thương mại dịch vụ quốc tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài	(d) Có sự di chuyển luồng vốn quốc tế, thương mại dịch vụ quốc tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài

Nguồn: WTO và các tính toán của Wang, Shen và Liang (2007), *Financial Liberalization and its relationship with the macro economy*

Nhìn chung, tự do hoá dịch vụ tài chính và tự do hoá dòng vốn quốc tế là hai khái niệm độc lập nhưng có mối quan hệ chặt chẽ với nhau và thường đi kèm

nhau. Nguyên nhân là do những hạn chế về chu chuyển vốn có thể gây hạn chế đáng kể khả năng sinh lợi của tổ chức tài chính nước ngoài hoạt động trên thị trường nội địa và tăng chi phí giao dịch. Do vậy, ngay cả khi mức độ mở cửa thị trường tài chính có sâu nhưng vì những hạn chế trong chu chuyển vốn nhiều khi khiến các tổ chức tài chính nước ngoài chần chừ khi gia nhập vào thị trường. Sự hạn chế trong di chuyển luồng vốn vô hình chung gây hạn chế đối với việc thực hiện cam kết mở cửa thị trường dịch vụ tài chính.

1.3.3. Xu hướng tự do hoá tài chính tại các nước thành viên WTO

Từ các cam kết của các nước khi gia nhập WTO, các nhà kinh tế đã tổng hợp mức độ tự do hóa và xu hướng tự do hóa dịch vụ tài chính ở các nước như sau.:

(1) Có sự liên hệ giữa mức thu nhập của một nước và mức độ cam kết trong lĩnh vực dịch vụ tài chính của nước đó. Bảng 1.3 cho thấy các nước có thu nhập cao trong khối OECD có mức độ cam kết nhiều nhất. Các nước kém phát triển có mức độ cam kết ít nhất. Điều này có thể lý giải là do mức độ tự do hóa về thương mại (hàng hóa và dịch vụ) và đầu tư trong nội bộ khối OECD rất cao, đòi hỏi các nước phải có sự mở cửa tương đối mạnh thị trường dịch vụ tài chính. Trong khi đó, các nước kém phát triển do cơ sở hạ tầng còn yếu kém, kinh tế vĩ mô chưa ổn định và thị trường tài chính trong nước chưa phát triển nên các nước còn ngần ngại không đưa ra nhiều cam kết vì e ngại nguy cơ khủng hoảng. Tuy nhiên, có một số ngoại lệ sẽ phân tích ở phần sau.

(2) Mức độ tự do hoá dịch vụ tài chính trong giai đoạn 2001-2006 tăng so với giai đoạn 1994-2000. Các nước có thu nhập thấp có sự gia tăng mức độ tự do hóa đáng kể nhất: mức gia tăng nói chung là 23.74%, trong lĩnh vực bảo hiểm là 24.87% và trong lĩnh vực ngân hàng là 22.4% . Các nước có thu nhập cao không thuộc khối OECD có những cải cách mạnh mẽ: mức gia tăng nói chung là 21.11%, đáng kể nhất trong lĩnh vực bảo hiểm đạt 32.01%.

(3) Những nước có cam kết tự do hoá cao trong phân ngành dịch vụ này cũng có mức độ tự do hoá cao ở phân ngành dịch vụ khác và ngược lại.

(4) Không có cái gọi là tự do hóa hoàn toàn. Ngay cả những nước phát triển nhất cũng có những hạn chế trong dịch vụ tài chính. Từ bảng 1.3, chỉ số cam kết cao nhất cũng chỉ là 0.7763 trong lĩnh vực ngân hàng của các nước OECD.

Bảng 1.3: Chỉ số tự do hóa của các nước thành viên WTO trong 2 giai đoạn 1994-2000 và 2001-2006 phân theo mức thu nhập

Mức thu nhập	Số nước	Thời gian/% thay đổi	Bảo hiểm và dịch vụ liên quan đến bảo hiểm	Ngân hàng và các dịch vụ tài chính khác	Tất cả dịch vụ tài chính
Các nước OECD có thu nhập cao	24	1994-2000 2001-2006 % thay đổi	0.6904 0.7584 9.85	0.7173 0.7763 8.23	0.7038 0.7674 9.04
Các nước không thuộc OECD có thu nhập cao	13	1994-2000 2001-2006 % thay đổi	0.4821 0.6364 32.01	0.432 0.4708 8.98	0.4571 0.5536 21.11
Các nước có thu nhập trung bình khá	25	1994-2000 2001-2006 % thay đổi	0.4947 0.5625 13.71	0.4569 0.4577 0.18	0.4758 0.5101 7.21
Các nước có thu nhập trung bình	27	1994-2000 2001-2006 % thay đổi	0.4428 0.4708 6.32	0.3625 0.3761 3.75	0.4027 0.4235 5.17
Các nước thu nhập thấp	4	1994-2000 2001-2006 % thay đổi	0.2658 0.3319 24.87	0.233 0.2852 22.40	0.2494 0.3086 23.74

Nguồn: WTO và các tính toán của Wang, Shen và Liang (2007), *Financial Liberalization and its relationship with the macro economy*

Bảng 1.4 đánh giá mức độ cam kết trong lĩnh vực bảo hiểm tại các nước:

(1) Đánh giá tổng thể, trong lĩnh vực bảo hiểm các nước châu Âu có cam kết tự do hóa mạnh mẽ nhất (0.7895). Tiếp theo là các nước châu Phi thuộc tiểu vùng sa mạc Sahara (0.7804), các nước Trung Đông và Bắc Phi (0.6082), các nước Đông Á và Thái Bình Dương (0.5925). Mỹ chỉ có mức cam kết khiêm tốn

(0.5684). Các nước Nam Á có mức độ cam kết thấp nhất (0.2130), chỉ sau các nước châu Mỹ Latin và Carribean (0.3665).

(2) Đối với các cam kết về tiếp cận thị trường, các khu vực có mức độ mở cửa lĩnh vực bảo hiểm từ cao nhất đến thấp nhất như sau: các nước châu Âu (0.6941), các nước châu Phi thuộc tiểu vùng Sahara (0.6660), các nước Trung Đông và Bắc Phi (0.5314), các nước Bắc Á và Thái Bình Dương (0.5179), khu vực Bắc Mỹ (0.4094), khu vực châu Mỹ Latin và Carribean (0.3207) và cuối cùng là các nước Nam Á (0.2131).

(3) Đối với các cam kết về đối xử quốc gia trong lĩnh vực bảo hiểm, các khu vực có mức độ cam kết từ cao nhất đến thấp nhất như sau: các nước châu Phi thuộc tiểu vùng Sahara (0.8948), các nước châu Âu (0.8849), khu vực Bắc Mỹ (0.7275), khu vực Trung Đông và Bắc Phi (0.6851), các nước Bắc Á và Thái Bình Dương (0.6671), khu vực châu Mỹ Latin và Carribean (0.4122) và cuối cùng là các nước Nam Á (0.2129).

(4) So sánh các cam kết trong lĩnh vực bảo hiểm giữa 4 phương thức cung cấp dịch vụ. Các nước phát triển cam kết mạnh mẽ nhất theo phương thức 2 đối với nguyên tắc tiếp cận thị trường, và theo phương thức 3 đối với nguyên tắc đối xử quốc gia. Các nước đang và kém phát triển lại cam kết mạnh theo phương thức 3 đối với cả 2 nguyên tắc trên.

Bảng 1.5 đánh giá mức độ cam kết trong lĩnh vực ngân hàng tại các nước:

(1) Đánh giá tổng thể, các nước châu Âu có cam kết tự do hóa mạnh mẽ nhất (0.7688). Tiếp theo là khu vực Bắc Mỹ (0.6512), các nước Trung Đông và Bắc Phi (0.4810), các nước Đông Á và Thái Bình Dương (0.4790). Các nước châu Mỹ Latin và Carribean có mức độ cam kết thấp nhất (0.2398), chỉ sau các nước Nam Á (0.4316) và các nước châu Phi thuộc tiểu vùng sa mạc Sahara (0.3597).

(2) Đối với các cam kết về tiếp cận thị trường, các khu vực có mức độ mở cửa lĩnh vực bảo hiểm từ cao nhất đến thấp nhất như sau: các nước châu Âu (0.7201), khu vực Bắc Mỹ (0.5816), các nước Trung Đông và Bắc Phi (0.4324), Nam Á (0.4183), các nước Bắc Á và Thái Bình Dương (0.3998), các nước châu Phi thuộc tiểu vùng Sahara (0.3709) và khu vực châu Mỹ Latin và Carribean (0.2075).

Bảng 1.4. Chỉ số tự do hóa lĩnh vực bảo hiểm giai đoạn 2001-2006 phân theo khu vực

Khu vực địa lý	Số nước	Tiếp cận thị trường					Đãi ngộ quốc gia					Tổng
		M1	M2	M3	M4	Trung bình theo trọng số	M1	M2	M3	M4	Trung bình theo trọng số	
Đông Á và Thái Bình Dương	14	0.4152	0.5402	0.5402	0.3973	0.5179	0.4911	0.5714	0.7254	0.3571	0.6671	0.5925
Nam Á	4	0.3125	0.2656	0.1797	0.4063	0.2131	0.1875	0.1875	0.2188	0.2656	0.2129	0.2130
Châu Âu	33	0.7391	0.8409	0.6813	0.4867	0.6941	0.8845	0.9242	0.8958	0.4905	0.8849	0.7895
Bắc Mỹ	2	0.4688	0.9375	0.3594	0.5313	0.4094	0.8125	0.9375	0.7188	0.0000	0.7275	0.5684
Châu Mỹ Latin	27	0.2348	0.2404	0.3501	0.2043	0.3207	0.2564	0.2452	0.4663	0.2103	0.4122	0.3665
Trung Đông và Bắc Phi	10	0.5116	0.6366	0.5347	0.3854	0.5314	0.5394	0.5914	0.7361	0.3715	0.6851	0.6082
Tiểu vùng Sahara	3	0.6875	0.7083	0.6667	0.4167	0.6660	0.8750	0.8750	0.9167	0.4167	0.8948	0.7804

Nguồn: WTO và các tính toán của Wang, Shen và Liang (2007), *Financial Liberalization and its relationship with the macro economy*

Bảng 1.5. Chỉ số tự do hóa lĩnh vực ngân hàng giai đoạn 2001-2006 phân theo khu vực

Khu vực địa lý	Số nước	Tiếp cận thị trường					Đãi ngộ quốc gia					Tổng
		M1	M2	M3	M4	Trung bình theo trọng số	M1	M2	M3	M4	Trung bình theo trọng số	
Đông Á và Thái Bình Dương	14	0.2979	0.5146	0.4359	0.3589	0.3998	0.4727	0.5412	0.6362	0.3063	0.5582	0.4790
Nam Á	4	0.2205	0.2431	0.4933	0.5486	0.4183	0.1667	0.2188	0.5855	0.4045	0.4449	0.4316
Châu Âu	33	0.8007	0.8181	0.7168	0.4883	0.7201	0.9007	0.9171	0.8228	0.5254	0.8174	0.7688
Bắc Mỹ	2	0.8932	0.9384	0.4141	0.6250	0.5816	1	1	0.6389	0.3750	0.7208	0.6512
Châu Mỹ Latin	27	0.1122	0.1469	0.2587	0.1651	0.2075	0.1082	0.1405	0.3691	0.1629	0.2722	0.2398
Trung Đông và Bắc Phi	10	0.4290	0.5193	0.4390	0.3484	0.4324	0.4491	0.5556	0.5787	0.4120	0.5295	0.4810
Tiểu vùng Sahara	3	0.4537	0.5231	0.3495	0.2095	0.3709	0.4120	0.5231	0.3287	0.2095	0.3484	0.3597

Nguồn: WTO và các tính toán của Wang, Shen và Liang (2007), *Financial Liberalization and its relationship with the macro economy*

(3) Đối với các cam kết về đối xử quốc gia, các khu vực có mức độ cam kết từ cao nhất đến thấp nhất như sau: các nước châu Âu (0.8174), khu vực Bắc Mỹ (0.7208), các nước Bắc Á và Thái Bình Dương (0.5582), khu vực Trung Đông và Bắc Phi (0.5295), các nước Nam Á (0.4449), các nước châu Phi thuộc tiểu vùng Sahara (0.3484) và khu vực châu Mỹ Latin và Caribbean (0.2722).

(4) So sánh các cam kết giữa 4 phương thức cung cấp dịch vụ. Các nước phát triển cam kết mạnh mẽ nhất theo phương thức 1 và 2. Các nước đang và kém phát triển lại cam kết mạnh theo phương thức 3. Nguyên nhân: các nước đang phát triển thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài nhằm tranh thủ được vốn, công nghệ và kinh nghiệm quản lý nước ngoài cho công cuộc cải cách thị trường tài chính trong nước của mình cũng như tạo thêm công ăn việc làm cho người dân.

Các nước đang phát triển có sự bảo hộ lĩnh vực ngân hàng nhiều hơn so với lĩnh vực bảo hiểm. Nguyên nhân là do tầm quan trọng thiết yếu của lĩnh vực ngân hàng đối với các nước đang phát triển. Ngoài ra, có thể thấy rằng dường như không có mối liên quan giữa phương thức 4 và mức thu nhập. Nguyên nhân là vì, phương thức 4 liên quan đến di chuyển thể nhân và các nước đang phát triển có nguồn lao động dồi dào và do đó các nước đang phát triển có thể thúc đẩy tự do hoá theo phương thức 4 nhiều nhất. Ngược lại, các nước phát triển ít cam kết theo phương thức 4 và tập trung nhiều hơn vào vấn đề nâng cao tính minh bạch và các thủ tục liên quan đến di chuyển thể nhân.

1.4. Vai trò của nhà nước trong sự phối hợp các chính sách tiền tệ, tài khóa và chính sách tỷ giá trong điều kiện hội nhập tài chính quốc tế

Chính sách tiền tệ, tài khóa và tỷ giá hối đoái là những công cụ quan trọng giúp chính phủ đạt được các mục tiêu về lạm phát, thất nghiệp và tăng trưởng. Mô hình Mundell-Fleming chỉ ra rằng trong một nền kinh tế mở, hiệu quả của chính sách tiền tệ, tài khóa sẽ phụ thuộc rất lớn vào chính sách tỷ giá và điều kiện hội nhập tài chính quốc tế.

1.4.1. Mối quan hệ ràng buộc giữa chính sách tiền tệ và chế độ tỷ giá trong điều kiện hội nhập tài chính quốc tế

Frankel (1999) chỉ ra rằng chính phủ các nước sẽ bị ràng buộc bởi bộ ba mục tiêu chính sách không thể đồng thời đạt được "The Impossible Trinity": i) ổn định tỷ giá hối đoái: giá trị của nội tệ được giữ cố định với các ngoại tệ chủ yếu để các doanh nghiệp và các nhà đầu tư có thể yên tâm sản xuất, kinh doanh và đầu tư trong một khoảng thời gian nhất định; ii) hội nhập tài chính hoàn toàn: vốn được tự do di chuyển giữa các quốc gia; iii) độc lập về chính sách tiền tệ.

Chính phủ chỉ có thể đạt được tối đa hai trong số ba mục tiêu chính sách trên và buộc phải hy sinh mục tiêu còn lại. Nghĩa là nếu chính phủ lựa chọn chế độ tỷ giá cố định và vẫn muốn có thể sử dụng chính sách tiền tệ một cách độc lập, chính phủ buộc phải hạn chế tự do di chuyển ngoại hối. Nếu chính phủ lựa chọn tự do di chuyển ngoại hối và có thể sử dụng chính sách tiền tệ một cách độc lập, chính phủ buộc phải chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi và để cho tỷ giá thay đổi theo cung cầu trên thị trường. Thực thi chính sách tỷ giá cố định trong bối cảnh một nền kinh tế mở sẽ buộc chính phủ phải hy sinh chính sách tiền tệ.

Mở cửa kinh tế đồng nghĩa với việc cho phép hàng hóa, dịch vụ và các yếu tố sản xuất bao gồm lao động, vốn và công nghệ được tự do di chuyển qua biên giới của một quốc gia. Trong bối cảnh toàn cầu hóa và Việt Nam gia nhập WTO, cho phép ngoại hối di chuyển tự do là một yêu cầu tất yếu Việt Nam phải thực hiện để thực hiện các cam kết với WTO. Vì vậy, chúng ta không có nhiều lựa chọn chính sách trong điều hành chính sách tiền tệ và lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái trong bối cảnh một nền kinh tế mở.

Trên thế giới đã có rất nhiều công trình nghiên cứu liên quan tới việc điều hành chính sách tiền tệ để ổn định kinh tế vĩ mô trong một nền kinh tế mở, điển hình nhất là công trình nghiên cứu được giải Nobel của Mundell¹ và Fleming². Tuy nhiên, việc nghiên cứu ứng dụng mô hình vào hoàn cảnh của

¹ Robert Alexander Mundell sinh ngày 24/10/1932 tại Canada là giáo sư kinh tế của Đại học Coolumbia. Ông được giải Nobel năm 1999 cho những đóng góp của mình cho nghiên cứu chính sách tiền tệ và tài chính trong các chế độ tỷ giá khác nhau.

² John Marcus Fleming (1911-1976) nguyên là Phó Vụ trưởng Vụ Nghiên cứu của IMF. Ông phát triển mô hình chính sách tiền tệ, tài chính trong một nền kinh tế mở độc lập với Mundell trong cùng khoảng thời gian đầu những năm 1960.

từng nước luôn là một vấn đề gây tranh cãi giữa các nhà hoạch định chính sách và các nhà kinh tế ở mọi quốc gia.

1.4.2. Chính sách tiền tệ, tài khóa theo mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá cố định

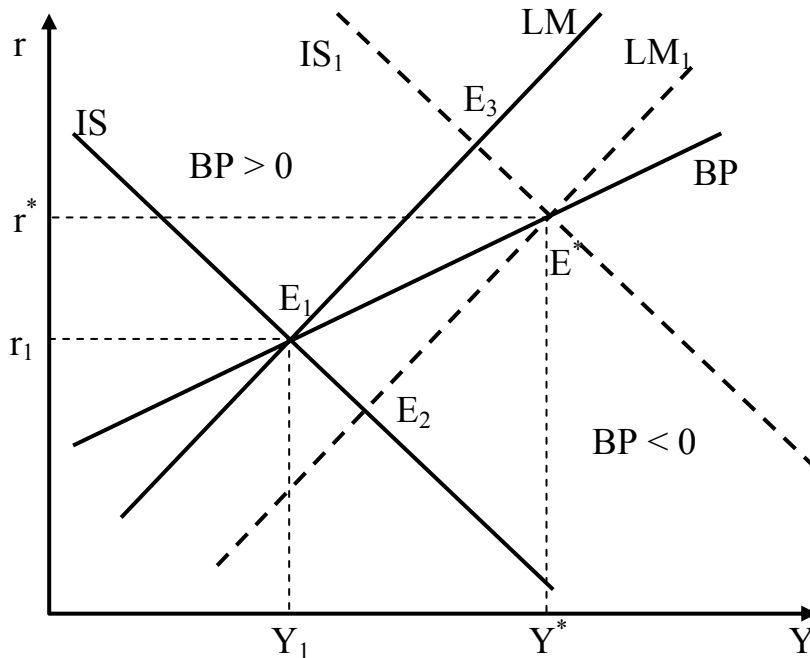
Trong chế độ tỷ giá cố định, ngân hàng nhà nước sẽ can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua hoạt động của thị trường mở để mua toàn bộ số ngoại tệ dư thừa trong trường hợp cán cân thanh toán thặng dư, và bán bớt một phần dự trữ ngoại hối trong trường hợp cán cân thanh toán thâm hụt. Ngân hàng nhà nước cũng có thể can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua công cụ lãi suất. Ngân hàng sẽ tiến hành các chính sách tiền tệ để nâng lãi suất, thu hút ngoại tệ chảy vào trong trường hợp cán cân thanh toán thâm hụt và giảm lãi suất trong trường hợp cán cân thanh toán thặng dư.

Giả sử nền kinh tế hiện tại đang nằm ở dưới mức sản lượng tiềm năng, và mục tiêu của chính phủ là điều chỉnh cán cân thanh toán và đưa sản lượng về mức sản lượng tiềm năng. Trong chế độ tỷ giá cố định, việc chính phủ thi hành chính sách tài khóa sẽ đưa lại hiệu quả tối đa, và việc áp dụng chính sách tiền tệ sẽ không hiệu quả.

Hình 1.3 mô tả đồ thị cân bằng IS-LM trong một nền kinh tế mở. IS là tập hợp các điểm cân bằng của thị trường hàng hóa. Một chính sách mở rộng tài khóa sẽ làm đường IS dịch chuyển sang bên phải, và ngược lại một chính sách thu hẹp tài khóa sẽ làm đường IS dịch chuyển sang bên trái. Chính phủ có thể tác động vào đường IS thông qua tăng thuế hoặc giảm chi tiêu chính phủ để thu hẹp tài khóa. Một cách khác, chính phủ cũng có thể thi hành chính sách thương mại thông qua tăng thuế quan hoặc các hàng rào phi thuế quan để giảm nhập khẩu hoặc trợ cấp để thúc đẩy xuất khẩu nhằm thi hành chính sách mở rộng tài khóa. LM là tập hợp các điểm cân bằng của thị trường tiền tệ. Một chính sách mở rộng tiền tệ sẽ làm đường LM dịch chuyển sang bên phải, và ngược lại một chính sách thu hẹp tiền tệ sẽ làm đường LM dịch chuyển sang bên trái. Chính phủ có thể sử dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất chiết khấu, hoặc hoạt động của thị trường mở để làm tăng giảm lượng cung ứng tiền tệ và vì vậy làm mở rộng hoặc thu hẹp lượng tiền lưu thông trên thị trường. Hoạt động mua ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước sẽ làm tăng lượng nội tệ lưu thông trên thị trường và dịch chuyển đường LM sang bên phải.

Hoạt động bán ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước sẽ làm giảm lượng nội tệ lưu thông trên thị trường và dịch chuyển đường LM sang bên trái.

Hình 1.3. Mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá cố định



BP là tập hợp các điểm làm cho đường BP cân bằng ở vị trí $BP = NX + KA = 0$. Tất cả các điểm ở phía trên đường BP là các điểm có lãi suất cao hơn lãi suất cân bằng, vì vậy sẽ thu hút ngoại tệ chảy vào, và có khuynh hướng làm cho BP thặng dư. Tất cả các điểm ở phía dưới đường BP là các điểm có lãi suất thấp hơn lãi suất cân bằng, vì vậy sẽ khuyến khích ngoại tệ chảy ra, và có khuynh hướng làm cho BP thâm hụt.

Giả sử nền kinh tế đang đạt cân bằng ở điểm E_1 , có mức sản lượng dưới mức tiềm năng, là điểm cân bằng của thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ ($BP = 0$). Mục tiêu của chính phủ là đưa nền kinh tế quay trở lại điểm sản lượng tiềm năng E^* . Chúng ta sẽ chứng minh, chính sách tiền tệ không hiệu quả, trong khi chính sách tài khóa đạt hiệu quả tối đa trong trường hợp một nước thi hành chính sách tỷ giá cố định.

Giả sử chính phủ tăng lượng cung ứng nội tệ làm đường LM dịch chuyển tới LM_1 , tới điểm cân bằng mới tại E_2 . Do E_2 nằm dưới đường BP, làm cho lãi suất r giảm xuống, ngoại tệ có xu hướng chảy ra nước ngoài. Để duy trì tỷ giá hối đoái cố định, chính phủ phải bán bớt một lượng dự trữ ngoại hối và thu lại nội tệ làm giảm lượng cung ứng nội tệ và LM_1 dịch chuyển trở lại điểm cân bằng ban đầu, E_1 . Tại E_1 , $BP = 0$ và nền kinh tế đạt sản lượng cân

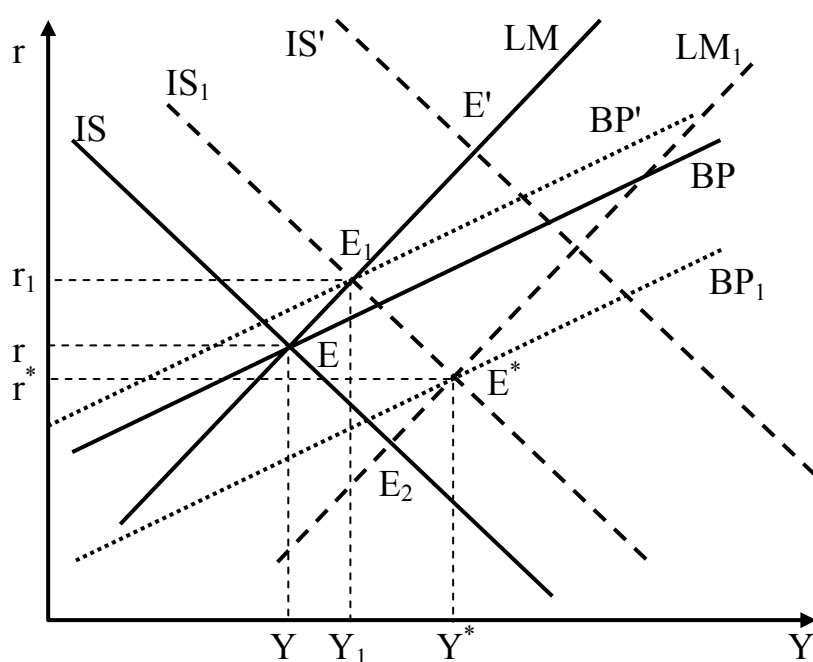
bằng cho cả thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ. Chính sách tiền tệ không làm thay đổi sản lượng, và vì vậy không hiệu quả.

Bây giờ hãy giả định chính phủ sử dụng chính sách tài khóa, ví dụ thi hành chính sách thuế quan và phi thuế quan để hạn chế nhập khẩu, nhằm làm tăng xuất khẩu ròng. Giả sử chính phủ có thể làm dịch chuyển đường IS tới IS_1 , tới điểm cân bằng mới tại E_3 . Do E_3 nằm phía trên đường BP, làm cho lãi suất r tăng lên, ngoại tệ có xu hướng chảy vào trong nước. Để duy trì tỷ giá hối đoái cố định, chính phủ phải mua bớt một lượng ngoại hối trong lưu thông và làm tăng nội tệ dẫn tới tăng lượng cung ứng nội tệ và LM dịch chuyển tới LM_1 , tới điểm cân bằng mới, E^* . Tại E^* , $BP = 0$ và nền kinh tế đạt sản lượng cân bằng cho cả thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ. Tổng sản lượng của nền kinh tế sẽ tăng từ Y_1 lên Y^* . Chính sách tài khóa có hiệu quả tối đa.

1.4.3. Chính sách tiền tệ, tài khóa theo mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá thả nổi

Trong chế độ tỷ giá thả nổi, ngân hàng nhà nước sẽ không can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua hoạt động của thị trường mở. Cung cầu về ngoại hối trên thị trường sẽ điều chỉnh để cán cân thanh toán luôn ở vị trí cân bằng. Mundell và Fleming chỉ ra rằng với chế độ tỷ giá do thị trường tự điều tiết, chính sách tiền tệ sẽ có hiệu quả tối đa, trong khi chính sách tài khóa không hiệu quả bằng chính sách tiền tệ.

Hình 1.4. Mô hình Mundell-Fleming trong chế độ tỷ giá thả nổi



Giả sử nền kinh tế đang đạt cân bằng ở điểm E, có mức sản lượng dưới mức tiềm năng, là điểm cân bằng của thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ ($BP = 0$). Mục tiêu của chính phủ là cân bằng cán cân thanh toán và đưa nền kinh tế quay trở lại điểm sản lượng tiềm năng Y^* . Chúng ta sẽ chứng minh, chính sách tiền tệ có hiệu quả tối đa, trong khi chính sách tài khóa đạt hiệu quả kém hơn (với chi phí cao hơn cho chính phủ và kết quả thấp hơn cho nền kinh tế) khi một nước thi hành chính sách tỷ giá thả nổi.

Giả sử chính phủ tăng lượng cung ứng nội tệ làm đường LM dịch chuyển tới LM_1 , tới điểm cân bằng mới tại E_2 . Do E_2 nằm dưới đường BP, làm cho lãi suất r giảm xuống, ngoại tệ có xu hướng chảy ra nước ngoài, gây áp lực làm lên giá ngoại tệ. Ngoại tệ lên giá làm tăng khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu trên thị trường thế giới và làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng hóa nhập khẩu trong nước, kết quả là xuất khẩu ròng tăng lên làm tăng thu ngoại tệ. Để cán cân thanh toán cân bằng, thì cần khuyến khích ngoại tệ chảy ra nước ngoài bằng cách giảm lãi suất ứng với tất cả mức sản lượng cân bằng và BP dịch chuyển sang phải tới BP_1 . Nền kinh tế đạt được điểm cân bằng mới tại E^* ($BP_1 = 0$). Chính sách tiền tệ đạt hiệu quả tối đa.

Bây giờ chúng ta hãy giả định chính phủ sử dụng chính sách tài khóa, ví dụ thi hành chính sách thuế quan và phi thuế quan để hạn chế nhập khẩu, nhằm làm tăng xuất khẩu ròng. Giả sử chính phủ có thể làm dịch chuyển đường IS tới IS' , tới điểm cân bằng mới tại E' . Do E' nằm trên đường BP, làm cho lãi suất r tăng lên, ngoại tệ có xu hướng chảy vào trong nước, gây áp lực mất giá ngoại tệ. Ngoại tệ mất giá làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu và tăng khả năng cạnh tranh của hàng nhập khẩu, kết quả là xuất khẩu ròng giảm xuống làm tăng lượng ngoại tệ chảy ra. Để cán cân thanh toán cân bằng, thì cần khuyến khích ngoại tệ chảy vào trong nước bằng cách tăng lãi suất ứng với tất cả mức sản lượng cân bằng và vì vậy BP dịch chuyển sang trái tới BP' . Nền kinh tế đạt được điểm cân bằng mới tại E_1 ($BP' = 0$). Chính sách tài khóa kém hiệu quả hơn chính sách tiền tệ.

CHƯƠNG 2: PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ HỘI NHẬP TÀI CHÍNH THEO WTO TẠI VIỆT NAM

2.1. Tổng quan về quá trình phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam

2.1.1. Tổng quan về sự hình thành và phát triển của hệ thống ngân hàng

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN) được thành lập ngày 06/05/1951. NHNNVN lúc bấy giờ có tên gọi là Ngân hàng Quốc gia Việt Nam, hoạt động theo mô hình ngân hàng một cấp. Để thực hiện nhiệm vụ cấp phát vốn cho nền kinh tế, các ngân hàng chuyên doanh cũng lần lượt ra đời. Trong đó, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam thành lập năm 1957 có tên gọi ban đầu là Ngân hàng Kiến thiết Việt Nam, năm 1981 đổi thành Ngân hàng Đầu tư và Xây dựng, đến năm 1990 được đổi tên như hiện nay. Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam thành lập năm 1963. Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam và Ngân hàng Công thương Việt Nam thành lập năm 1988.¹

Năm 1986, Việt Nam bắt đầu quá trình đổi mới. Năm 1988 cũng đánh dấu nỗ lực tự do hóa tài chính đầu tiên của Việt Nam bằng Nghị quyết số 02-NQ/HNTW của Hội nghị lần thứ hai Ban Chấp hành Trung ương Đảng (khoá VI) giải quyết những vấn đề cấp bách về phân phối, lưu thông, ngày 09 tháng 04 năm 1987. Sau đó, ngày 9/3/1988 Chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng ra quyết định 53 cho phép tất cả các tổ chức kinh tế, bao gồm cả các đơn vị kinh tế ngoài quốc doanh, được vay tiền và huy động vốn từ công chúng đã dẫn đến khủng hoảng của các hợp tác xã tín dụng một năm sau đó và để lại những hậu quả hết sức nặng nề.

Có ba điểm đáng chú ý ở đây. Thứ nhất, giai đoạn 1986-1988 là thời gian mất ổn định kinh tế vĩ mô nhất mà nền kinh tế Việt Nam từng trải qua. Với việc chính phủ sử dụng in tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách, lạm phát ở mức

¹ Xem: <http://www.sbv.gov.vn/home/gioithieu.asp>, 28/12/2006; NHNNVN (1997)

phi mã ba chữ số. Thứ hai, nỗ lực tự do hóa tài chính này được tiến hành trong khi hầu như chưa có cải cách trong khu vực công nghiệp, doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và hoạt động ngoại thương. Thực tế là mới chỉ có khu vực nông nghiệp được tự do hóa, và rất nhiều loại giá vẫn bị biến dạng nghiêm trọng. Thứ ba, tự do hóa đã đi quá xa đến nỗi cho phép tất cả tổ chức kinh tế đều có thể kinh doanh tiền tệ, trong khi hệ thống giám sát tài chính thì hoàn toàn không tồn tại. Các tổ chức huy động vốn từ công chúng dưới dạng tiền gửi tiết kiệm để cho vay không phải tuân thủ các quy định truyền thống của ngân hàng, như dự trữ bắt buộc và tỷ lệ vốn/dư nợ vay.¹

Năm 1990, hệ thống ngân hàng Việt Nam mới chính thức hoạt động theo mô hình ngân hàng 2 cấp sau khi Hội đồng Nhà nước Việt Nam ban hành các pháp lệnh ngân hàng. Do sự đổ bể của các hợp tác xã tín dụng, nên khác với Trung Quốc, các hợp tác tín dụng được đổi tên thành quỹ tín dụng nhân dân.² Từ năm 1990, các ngân hàng TM cổ phần bắt đầu được thành lập, các ngân hàng nước ngoài được tham gia dưới hình thức thành lập chi nhánh hoặc liên doanh với các ngân hàng trong nước. Năm 1995, Ngân hàng Người nghèo được thành lập. Đến năm 2002 đổi tên thành Ngân hàng Chính sách Xã hội. Năm 1997, một NHTMNN khác, Ngân hàng Phát triển Nhà đồng bằng Sông Cửu Long được thành lập với chức năng ban đầu được thể hiện trong tên gọi, nhưng sau đó có thể do thất bại của chương trình phát triển nhà ở đồng bằng sông Cửu Long nên ngân hàng này trở thành một ngân hàng thương mại thuần túy.³

Ngân hàng Nhà nước đóng vai trò Ngân hàng Trung ương của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam tiếp tục đổi mới và chủ động hội nhập quốc tế theo hướng:

- Hoàn thiện về mô hình tổ chức: Ngân hàng Nhà nước TW, các chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố; các đơn vị trực thuộc; Học viện Ngân hàng và Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh.

¹ Xem: Thành (2003), trang 2.

² Xem: Dufhues (2003), trang 31.

³ Xem: http://www.mhb.com.vn/?p=gioi_thieu_mhb.asp&r=0, 28/12/2006

- Không ngừng nâng cao năng lực quản lý nhà nước về lĩnh vực tiền tệ, đặc biệt là xây dựng và hoàn thiện môi trường pháp lý về hoạt động ngân hàng, đảm bảo đúng tinh thần các Nghị quyết của các kỳ Đại hội Đảng cũng như chiến lược trong thời kỳ đổi mới, hội nhập của Đảng cộng sản Việt Nam. Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành năm 1998 và được sửa đổi bổ sung năm 2003; Luật các Tổ chức tín dụng cũng được ban hành năm 1998 và sửa đổi, bổ sung năm 2004. Năm 2007 tiếp tục đưa vào kế hoạch sửa đổi bổ sung hai luật ngân hàng nói trên lần thứ 3 để phù hợp với thông lệ quốc tế, đặc biệt các cam kết mở cửa và hội nhập thị trường tài chính, tiền tệ trong khuôn khổ của Tổ chức thương mại thế giới (WTO). Các văn bản dưới luật và các văn bản pháp luật khác về tiền tệ, tín dụng và hoạt động ngân hàng đã được ban hành khá đầy đủ, đồng bộ, phù hợp dần với thông lệ quốc tế, giao quyền tự chủ và tạo sự cạnh tranh bình đẳng hơn trong hoạt động kinh doanh của các NHTM, TCTD và hoạt động ngân hàng.

- Đổi mới mạnh mẽ và không ngừng nâng cao hiệu lực, hiệu quả hoạt động thanh tra, kiểm soát, kiểm toán hoạt động tiền tệ, ngân hàng, đảm bảo các hoạt động tiền tệ, tín dụng, ngân hàng và hoạt động của các TCTD ngày càng an toàn, hiệu quả, đảm bảo quyền lợi của khách hàng, của người dân, nhà đầu tư, người có tiền gửi vào ngân hàng. Đặc biệt là Nghị định về Phòng chống rửa tiền đã được ban hành và cơ quan chuyên trách về phòng chống rửa tiền đã được thành lập.

- Nâng cao năng lực xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ, sử dụng có hiệu quả các nghiệp vụ Ngân hàng Trung ương, phù hợp với thông lệ quốc tế và xu hướng hội nhập quốc tế, tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường tiền tệ, đảm bảo vai trò của quản lý và điều hành của Nhà nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Đặc biệt NHNN chuyển mạnh từ sử dụng các công cụ trực tiếp sang sử dụng các công cụ gián tiếp trong điều hành chính sách tiền tệ. Thành tựu rất quan trọng đó là thực hiện thành công mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định tiền tệ, kiềm chế lạm phát, thúc đẩy tạo việc làm mới trong xã hội và đổi mới hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, hộ gia đình.

Trong số đó đáng kể là Ngân hàng Nhà nước chuyển sang điều hành theo cơ chế lãi suất thả nổi, các NHTM và TCTD chủ động quy định lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay của mình. Từ năm 2000, Ngân hàng Nhà nước đưa vào vận hành thị trường mở và đến nay thị trường này hoạt động ngày càng có quy mô lớn, can thiệp có hiệu quả vào vốn khả dụng của các NHTM, TCTD và lãi suất trên thị trường tiền tệ. Ngân hàng Nhà nước cũng bỏ tỷ lệ kết hối, nới rộng biên độ giao dịch tỷ giá trong mua bán ngoại tệ giữa TCTD và khách hàng. Quy định về nhận và chi trả kiều hối cũng được đổi mới theo hướng tạo thuận lợi và tạo sự chủ động lựa chọn việc bán hay nhận bất kỳ loại ngoại tệ nào cho người nhận ngoại tệ. Các quy định khác về quản lý ngoại hối cũng được sửa đổi bổ sung cho phù hợp với thông lệ quốc tế.

- Thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính với sự tham gia của nhiều thành phần kinh tế trong hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính, thu hút vốn đầu tư nước ngoài vào hoạt động ngân hàng, thu hút vốn tiền gửi trong dân, trong xã hội, đầu tư theo các kênh khác nhau cho phát triển kinh tế – xã hội, trong đó các NHTM Nhà nước giữ vai trò chủ đạo. Đồng thời thành lập Ngân hàng phục vụ người nghèo sau này là Ngân hàng chính sách xã hội thực hiện chính sách xóa đói giảm nghèo và các chính sách xã hội khác của Đảng và Nhà nước.

Tính đến hết năm 2007, hệ thống NHTM và TCTD trong cả nước phát triển đa dạng về mô hình và thành phần sở hữu, gồm có:

+ Các Ngân hàng thuộc sở hữu Nhà nước, bao gồm: 5 NHTM Nhà nước, Ngân hàng chính sách xã hội Việt Nam chuyên phục vụ người nghèo và các đối tượng chính sách xã hội.

+ Các NHTM cổ phần: 34 Ngân hàng.

+ Khối chi nhánh Ngân hàng nước ngoài: Sau gần 20 năm đổi mới, tính đến hết năm 2007 ở nước ta có 28 ngân hàng nước ngoài với 39 chi nhánh, 6 Ngân hàng liên doanh với nước ngoài (*Kể cả Ngân hàng liên doanh Việt Nga và chi nhánh Ngân hàng liên doanh Lào Việt*), 4 Công ty liên doanh cho thuê tài chính và 2 Công ty cho thuê tài chính 100% vốn nước ngoài. Các Ngân hàng và công ty cho thuê tài chính đó đến từ 14 quốc gia và vùng lãnh thổ

trên thế giới. Bên cạnh đó còn có 51 Văn phòng đại diện Ngân hàng nước ngoài ở Việt Nam...đang hoạt động. Các Ngân hàng liên doanh có từ chỗ có 15 chi nhánh vào cuối năm 2006 đã tăng lên 22 chi nhánh vào cuối năm 2007. Chi nhánh của các Ngân hàng liên doanh được mở chủ yếu tại các vùng kinh tế trọng điểm, như: Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ, Đồng Nai và Bình Dương. Đồng thời cũng tính đến hết năm 2007 có 11 ngân hàng, tập đoàn tài chính nước ngoài đầu tư vốn mua từ 10% đến 30% vốn cổ phần trong 8 NHTM cổ phần của Việt Nam. Đó là ACB, Sacombank, VP Bank, Techcombank, NHTM CP Phương Nam, NHTM CP Phương Đông, NHTMCP nhà Hà Nội, Eximbank...

+ Hệ thống Quỹ tín dụng: Quỹ tín dụng TW và khoảng gần 1.000 Quỹ tín dụng nhân dân cơ sở.

+ Công ty tài chính trong mô hình Tổng công ty Nhà nước: 5 Công ty.

+ TCTD phi ngân hàng khác có vốn đầu tư nước ngoài: 9 Công ty cho thuê tài chính; trong đó có 6 Công ty trực thuộc 4 NHTM Nhà nước, 3 Công ty liên doanh với nước ngoài.

2.1.2. Quy mô hoạt động của hệ thống ngân hàng Việt Nam

Đóng góp lớn nhất của hệ thống Ngân hàng Việt Nam trong những năm đổi mới, chủ động hội nhập kinh tế quốc tế trong lĩnh vực tài chính – tiền tệ vừa qua là thực hiện thành công chính sách tiền tệ quốc gia, thúc đẩy phát triển thị trường tài chính và thúc đẩy phát triển nền kinh tế tăng trưởng với tốc độ cao 7,0% - 7,6% và ổn định trong những năm qua, lạm phát được kiểm soát, tiền tệ ổn định. Ngân hàng phục vụ người nghèo nay là Ngân hàng chính sách xã hội đóng góp quan trọng vào chương trình quốc gia xoá đói giảm nghèo, tạo công ăn việc làm, cho sinh viên vay vốn học tập,...Thị trường tiền tệ phát triển, cho phép huy động tối đa các nguồn tiền nhàn rỗi, các nguồn vốn trong nền kinh tế vào hệ thống ngân hàng đầu tư cho phát triển kinh tế – xã hội. Thị trường chứng khoán bắt đầu được hình thành và phát triển.

Về những chỉ tiêu cụ thể trong hoạt động ngân hàng. Trong những năm qua, tổng phương tiện thanh toán tăng trưởng từ 20% - 30%; tổng nguồn vốn

huy động tăng 25% - 34%; tổng dư nợ cho vay và đầu tư cho nền kinh tế tăng bình quân 22% - 30%.

Bảng 2.1: Một số chỉ tiêu chủ yếu hoạt động tiền tệ – ngân hàng trong các năm 1991 – 2007

Năm	Tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán %	Tốc độ tăng vốn huy động %	Tốc độ tăng dư nợ cho vay nền kinh tế %	Khối lượng tiền cung ứng cho nền kinh tế %	Tốc độ tăng giá vàng %	Tốc độ tăng giá USD %	Khối lượng Tín phiếu Kho bạc trúng thầu Tỷ đồng	Tăng trưởng kinh tế %	Lạm phát %	Thu hút kiều hối triệu USD
Năm 1991					88,7			5,8	67,4	35,00
Năm 1992					31,3			8,7	17,5	136,64
Năm 1993					7,4			8,1	5,3	140,98
Năm 1994	27,8				8,0			8,8	14,4	249,47
Năm 1995	22,6				-3,0			9,5	12,7	284,96
Năm 1996	22,7			22,7	2,5			9,3	4,5	468,99
Năm 1997	26,1	25,7	22,6	26,1	-6,6	14,2	2.917,5	8,8	3,6	400,00
Năm 1998	23,9	34,0	16,4	25,6	0,7	9,6	4.011	5,8	9,0	950,00
Năm 1999	39,25	34,0	19,2	39,3	-,02	1,1	3.011	4,8	6,8	1.200,10
Năm 2000	26,5	43,3	38,14	25	-1,7	3,4	4.766	6,8	-0,6	1.757,00
Năm 2001	25,53	25,1	21,44	-	5,0	3,8	3.955	6,8	-0,2	1.820,00
Năm 2002	17,7	19,4	22,2	-	19,4	2,1	8.140	7,0	4,0	2.154,00
Năm 2003	24,94	25,8	28,41	-	26,6	12,2	15.901	7,2	3,0	2.580,00
Năm 2004	30,39	33,2	41,65	-	11,7	0,4	19.465	7,5	9,5	3.000,00
Năm 2005	24,4	23,1 1	20,6	32,24	11,3	0,9	22.120	7,7	8,4	3.500.000
Năm 2006	29,7	33	24,8	32,59	27,1	0,9	22.075	8,16	6,6	4.200.000
Năm 2007	36,9	36,5	37,8	37	33	0,10	10.220	8,46	12,6	5.500.000

Hệ thống ngân hàng đạt mức huy động vốn và dư nợ cho vay tăng cao nhất từ trước tới nay. Tính đến hết năm 2007, hệ thống Ngân hàng thương mại và Tổ chức tín dụng trong cả nước có tổng dư nợ cho vay và đầu tư vốn đối với nền kinh tế tăng tới 37,8% so với cuối năm 2006 và tăng gấp khoảng 2 lần so với mức dự kiến từ đầu năm là 17 – 21%. Tổng nguồn vốn huy động tính đến hết 31-12-2007 ước tính tăng tới 36,5%, gấp hơn 3,5 lần tốc độ tăng trưởng kinh tế. Tại thành phố Hồ Chí Minh, tính đến hết tháng 12-2007, tổng nguồn vốn huy động của các Ngân hàng thương mại và Tổ chức tín dụng trên địa bàn đạt 487.028 tỷ đồng, tăng 70,6% so với cuối năm 2006; Tổng dư nợ cho

vay đạt 406.353 tỷ đồng, tăng 76,9% so với cuối năm 2006. Tại Hà Nội, tổng nguồn vốn huy động đạt 341.671 tỷ đồng, tăng 36,12%; tổng dư nợ cho vay đạt 170.300 tỷ đồng, tăng 38,5% so với cuối năm 2006.

Hoạt động ngân hàng phát triển nhanh, mạnh, vững chắc, hiệu quả, chất lượng và quy mô, thúc đẩy đổi mới hoạt động sản xuất kinh doanh, dịch vụ và nâng cao trình độ dân trí về hoạt động tiền tệ – ngân hàng.

Tốc độ NHTM CP mới chuyển từ nông thôn lên thành NHTM CP đô thị có tốc độ tăng trưởng cao nhất:

Một trong số điển hình trong nhóm này là NHTM CP An Bình (ABBank), tính đến hết năm 2007 đạt tổng tài sản trên 17.000 tỷ đồng, tăng tới 538% so với cuối năm 2006; vốn điều lệ đạt 2.300 tỷ đồng, tăng 103%; tổng dư nợ đạt trên 6.300 tỷ đồng, tăng 557%; huy động vốn từ các tổ chức kinh tế, tổ chức tín dụng và dân cư đạt 6.700 tỷ đồng; lợi nhuận trước thuế đạt 226 tỷ đồng, tăng 280% so với cuối năm trước. ABBank có 54 chi nhánh và phòng giao dịch, tăng gấp 5 lần cuối năm 2006.

NHTM CP Nam Việt (Navibank) đến hết năm 2007 đạt tổng tài sản 1.900 tỷ đồng, tăng hơn 1.200%, một tốc độ tăng “ không thể tưởng tượng nổi” trong lịch sử hoạt động ngân hàng quốc tế cũng như Việt Nam; tổng nguồn vốn huy động đạt 1.800 tỷ đồng, tăng 1.180%; dư nợ cho vay đạt 510 tỷ đồng, tăng 400% so với cuối năm 2006.

NHTM CP Đại Dương (Ocean Bank) cũng có tốc độ tăng trưởng rất ấn tượng, hết năm 2006 tổng tài sản mới đạt 1.001,38 tỷ đồng, hết năm 2007 đạt 13.680,07 tỷ đồng, tăng gấp 13,5 lần; tổng nguồn vốn huy động tăng từ 821,82 tỷ đồng, lên 12.565,5 tỷ đồng; tổng dư nợ cho vay tăng từ 662,9 tỷ đồng lên 4.706,32 tỷ đồng; lợi nhuận trước thuế tăng từ 33,1 tỷ đồng, lên 135,2 tỷ đồng.

Các NHTM CP khác như NHTM CP Sài Gòn – Hà Nội (SHB); NHTM CP Dầu khí Toàn cầu (G-Bank), ... cũng có tốc độ tăng trưởng các chỉ tiêu kinh doanh ở mức rất cao, có NHTM cổ phần đạt tốc độ tăng trưởng nguồn vốn gấp hơn 10 lần năm 2006. Riêng về nguồn vốn huy động, NHTM CP Sài Gòn

– Hà Nội (SHB) tăng 343,79%; NHTM CP Dầu khí Toàn cầu (G-Bank) tăng 1.136,9%,...

Nhóm NHTM CP thuộc топ giữa cũng có sự tăng trưởng ấn tượng:

NHTM cổ phần Đông Nam Á (Sea Bank), tính đến hết năm 2007 đạt tổng nguồn vốn hơn 20.400 tỷ đồng, tăng 243%; tổng dư nợ cho vay đạt 11.041, tăng 329%; tăng 410 tỷ đồng, tăng 300% so với cuối năm 2006. Trong năm 2007 Sea Bank tăng vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng lên 3.000 tỷ đồng và phát hành thành công 2.000 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi. Trong năm 2008, Sea Bank dự kiến tăng vốn điều lệ lên 5.000 tỷ đồng.

NHTM cổ phần các doanh nghiệp ngoài quốc doanh – VP Bank đến hết năm 2007 đạt tổng tài sản hơn 20.000 tỷ đồng, tổng nguồn vốn huy động 15.500 tỷ đồng, tăng 125% so với năm 2006; tổng dư nợ cho vay đạt trên 13.000 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 313 tỷ đồng, tăng gấp 2 lần năm 2006. VP Bank hiện là 1 trong số 5 NHTM cổ phần có mạng lưới rộng nhất, đến hết năm 2007 có 130 chi nhánh và phòng giao dịch.

NHTM CP Quốc tế (VIB) đến hết năm 2007 đạt tổng tài sản 39.318 tỷ đồng, đạt 131% kế hoạch và tăng 138%; tổng dư nợ cho vay đạt 16.744 tỷ đồng, đạt trên 100% kế hoạch và tăng 87%; lợi nhuận trước thuế đạt trên 425 tỷ đồng, đạt 121% kế hoạch và tăng 213% so với cuối năm 2006.

NHTM CP Hàng Hải (Maritime Bank) có các chỉ tiêu: tổng tài sản, tổng nguồn vốn huy động, tổng dư nợ,...đều tăng gấp 2 lần năm 2006; riêng lợi nhuận trước thuế đạt 240 tỷ đồng, tăng gấp 2,2 lần.

NHTM cổ phần Quân Đội – MB đến 31-12-2007 đạt tổng tài sản đạt gần 31.000 tỷ đồng, vượt kế hoạch cả năm, tăng 100% so với cuối năm 2006; nguồn vốn huy động đạt 23.010 tỷ đồng, đạt 155% kế hoạch cả năm và dư nợ cho vay đạt hơn 11.000 tỷ đồng, đạt 130% kế hoạch; lợi nhuận trước thuế đạt 610 tỷ đồng, đạt 145% kế hoạch của cả năm 2007 và tăng gấp 2,5 lần mức lợi nhuận đạt được cả năm 2006.

NHTM cổ phần phát triển nhà thành phố Hồ Chí Minh (HDBank) trước đây có kết quả kinh doanh khiêm tốn thì năm 2007 đã có sự bứt phá về phát triển hoạt động kinh doanh. Đến hết năm 2007, HDBank có số vốn điều lệ

1.000 tỷ đồng, tăng gấp 2 lần so với đầu năm; lợi nhuận trước thuế đạt 170 tỷ đồng, tăng 81% so với năm 2006; tổng tài sản đạt gần 14.000 tỷ đồng, tăng 225%; tổng dư nợ cho vay đạt 8.700 tỷ đồng, tăng 232% so với cuối năm trước. Hiện nay HDBank có 20 chi nhánh và phòng giao dịch, dự kiến đến hết năm 2008 sẽ tăng lên 50 chi nhánh và phòng giao dịch trong cả nước.

NHTM CP Phương Nam tính đến hết năm 2007 có số vốn điều lệ là 1.434,21 tỷ đồng, vốn tự có 2.080 tỷ đồng, tổng tài sản hơn 17.119 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 253 tỷ đồng, mạng lưới hoạt động gồm 84 chi nhánh và phòng giao dịch.

Nhóm NHTM CP thuộc топ dẫn đầu vẫn giữ được truyền thống:

Đứng đầu trong khối NHTM CP về tất cả các chỉ tiêu quy mô kinh doanh chủ yếu đó là NHTM CP Á châu (ACB). Tính đến hết năm 2007, ACB đạt quy mô tổng tài sản hơn 87.000 tỷ đồng, dư nợ cho vay hơn 31.600 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế tới 2.132 tỷ đồng, cổ tức dự kiến 55%.

Đứng thứ hai về quy mô kinh doanh đó là NHTM CP Sài Gòn Thương Tín – Sacombank. Đến hết năm 2007, Sacombank đạt tổng tài sản 63.484 tỷ đồng, tăng 156%; tổng nguồn vốn huy động đạt 54.041 tỷ đồng, tăng 151%, tổng dư nợ cho vay đạt 34.316 tỷ đồng, tăng 136% và lợi nhuận trước thuế đạt 1.452 tỷ đồng, tăng 167% so với cuối năm 2006.

Còn lớn nhất về vốn chủ sở hữu trong khối NHTM CP đó là Eximbank, đạt khoảng 13.000 tỷ đồng. Dịch vụ thẻ đa năng đứng đầu trong khối là NHTM cổ phần Đông Á;...

Khối Ngân hàng thương mại Nhà nước có tốc độ tăng trưởng vững chắc:

Khối Ngân hàng thương mại Nhà nước có tốc độ tăng trưởng bình quân 20%. Đến hết năm 2007, Ngân hàng ngoại thương Việt Nam đạt tổng tài sản 196.117 tỷ đồng, tăng 14%; vốn huy động trực tiếp từ nền kinh tế đạt 143.635 tỷ đồng, tăng 20%; tổng dư nợ cho vay và đầu tư 95.579 tỷ đồng, tăng 44% so với năm 2006. Lợi nhuận trước thuế đạt khoảng trên 3.100 tỷ đồng, cao nhất trong khối. Đặc biệt là tỷ lệ nợ quá hạn kiểm chế chỉ có 1,3%. Nhiều dịch vụ của Vietcombank dẫn đầu hệ thống NHTM. Tổng doanh số thanh toán xuất

nhập khẩu đạt 26 tỷ USD, tăng 14% so với năm trước và chiếm 26% thị phần thanh toán xuất nhập khẩu của cả nước. Số lượng thẻ các loại, số lượng máy ATM và POS cũng tăng trưởng mạnh và ở mức cao.

Tuy nhiên quy mô kinh doanh lớn nhất vẫn thuộc về NHNO&PTNT Việt Nam. Tính đến hết năm 2007, NHNO&PTNT Việt Nam đạt tổng nguồn vốn huy động là 295.048 tỷ đồng, tăng 31,6% so với năm trước, số tuyệt đối tăng 70.903 tỷ đồng; dư nợ cho vay và đầu tư đạt 281.869 tỷ đồng, tăng 36,2%, tương ứng với số tăng 74.858 tỷ đồng; trong đó dư nợ cho vay nền kinh tế đạt 242.000 tỷ đồng, tăng 33% và ước tính chiếm khoảng trên 1/4 thị phần cho vay của toàn bộ hệ thống NHTM Việt Nam. Dư nợ cho vay hộ nông dân đạt 134.377 tỷ đồng, tăng 28.426 tỷ đồng, chiếm 55,5% tổng dư nợ. Tính chung khu vực nông nghiệp, nông thôn chiếm 70,8% tổng dư nợ của NHNO&PTNT Việt Nam. Trích lập quỹ dự phòng rủi ro 6.291 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 2.000 tỷ đồng.

Hai NHTM NN khác có mức tăng và quy mô khiêm tốn hơn. Ngân hàng Đầu tư & Phát triển Việt Nam đến hết năm 2007 đạt tổng tài sản 204.000 tỷ đồng, tăng 26,7%; tổng nguồn vốn huy động đạt 149.468 tỷ đồng, tăng 22,9%; tổng dư nợ cho vay đạt 125.660 tỷ đồng, tăng 25,4%; lợi nhuận trước thuế đạt trên 2.000 tỷ đồng, trong đó thu dịch vụ phi tín dụng đạt 892 tỷ đồng, tăng 59,3% so với cuối năm 2006.

Ngân hàng công thương Việt Nam đến hết năm 2007 tổng tài sản đạt 172.000 tỷ đồng, tăng 22,6%; tổng nguồn vốn tăng 19%, tổng dư nợ cho vay và đầu tư đạt 153.434 tỷ đồng, tăng 22,6%; trong đó riêng dư nợ cho vay nền kinh tế đạt 101.282 tỷ đồng, tăng 16% so với cuối năm 2006. Lợi nhuận tăng 83,5%, riêng thu từ dịch vụ phi tín dụng đạt 421 tỷ đồng, tăng 20%. Tỷ lệ nợ xấu chiếm 1,2% tổng dư nợ. Chi trả kiều hối đạt 750 triệu USD, tăng 67% so với năm 2006.

Khởi chi nhánh Ngân hàng nước ngoài và Ngân hàng liên doanh tăng trưởng cao trong nhiều năm thể hiện sự tin tưởng vào sự cải thiện môi trường đầu tư của Việt Nam:

Khối chi nhánh Ngân hàng nước ngoài có kết quả kinh doanh cũng ấn tượng. Tính đến hết năm 2007 ở nước ta có 35 chi nhánh Ngân hàng nước ngoài, 5 Ngân hàng liên doanh với nước ngoài, 4 Công ty liên doanh cho thuê tài chính và 2 Công ty cho thuê tài chính 100% vốn nước ngoài. Tổng tài sản của các chi nhánh Ngân hàng nước ngoài và tổ chức tín dụng có vốn đầu tư nước ngoài lên tới trên 215.000 tỷ đồng, tổng thu nhập trước thuế của khối Ngân hàng và tổ chức tín dụng có vốn đầu tư nước ngoài đạt trên 2.400 tỷ đồng.

Khối Ngân hàng liên doanh, Quỹ tín dụng, Công ty tài chính và Công ty cho thuê tài chính có tốc độ tăng trưởng khiêm tốn hơn.

Ngân hàng chính sách xã hội đa dạng hoá hơn các chương trình, mục tiêu cho vay vốn. Đặc biệt là triển khai có hiệu quả, quy mô lớn chương trình cho học sinh, sinh viên vay vốn học tập.

2.1.3. Phân chia thị phần hoạt động của các NHTM

Thị phần tài chính, mà cụ thể là thị trường huy động vốn và cho vay của hệ thống ngân hàng phát triển mạnh mẽ trong môi trường cạnh tranh ngày càng bình đẳng hơn. Cuộc cạnh tranh đã cho kết quả là thị phần của các NHTM Nhà nước đang có xu hướng thu hẹp, mặc dù vẫn có tỷ trọng lớn, thị phần của các NHTM cổ phần đang có xu hướng mở rộng. Đến hết năm 2007, các NHTM Nhà nước chiếm khoảng 56,9% thị phần, giảm mạnh so với mức 72% - 73% cách đây 3 năm; 1 Ngân hàng Phát triển và 1 Ngân hàng chính sách xã hội chiếm khoảng 3,3% thị phần; các NHTM cổ phần chiếm khoảng 26,5% thị phần, tăng mạnh so với mức 16 – 17% cách đây 3 năm; khối Ngân hàng nước ngoài với 39 chi nhánh tại Việt Nam và 5 Ngân hàng liên doanh chiếm 9,4% thị phần; 9 Công ty tài chính, 12 Công ty cho thuê tài chính và 996 Quỹ tín dụng nhân dân chiếm khoảng 39% thị phần. Ngoài ra còn có 51 Văn phòng đại diện của các Ngân hàng nước ngoài và Tổ chức tín dụng nước ngoài tại Việt Nam làm cầu nối cho các hoạt động đầu tư, dịch vụ tài chính, tiền tệ của ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam.

Thứ nhất, tất cả các khối NHTM và TCTD đều có tốc độ phát triển nhanh và toàn diện, kinh doanh có lãi và bền vững, tham gia tích cực trên thị trường tài chính.

Thứ hai, các NHTM Việt Nam có nhiều chuyển biến tích cực trong việc xử lý nợ đọng, giảm tỷ lệ nợ xấu, nâng cao chất lượng tín dụng.

Tính đến nay các NHTM và TCTD đều có tỷ lệ nợ xấu dưới 5,0% theo chuẩn mực quốc tế. Việc phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro đang và sẽ thực hiện đúng theo thông lệ quốc tế.

- Thứ ba, các NHTM Việt Nam có nhiều giải pháp đa dạng hóa dịch vụ, mở ra nhiều dịch vụ mới hiện đại, tiện ích và nâng cao chất lượng dịch vụ ngân hàng truyền thống.

- Thứ tư, các NHTM Việt Nam có cơ cấu tổ chức ngày càng hợp lý và hiệu quả, mạng lưới của ngày càng đa dạng, mở rộng và phát triển, vươn mạnh ra các khu vực đô thị, các khu vực tiềm năng.

Hệ thống mạng lưới đó đảm bảo gần dân, sát dân thuận tiện cho giao dịch của người dân, của các doanh nghiệp. Đặc biệt là hệ thống NHTM cổ phần có tốc độ phát triển mạng lưới rất nhanh ở các đô thị, các khu vực kinh tế trọng điểm, các khu đô thị mới, khu công nghiệp và điểm dân cư tập trung.

- Thứ năm, các NHTM và TCTD Việt Nam có sự hiểu biết sâu sắc tâm lý, phong tục tập quán, thu nhập của khách hàng, am hiểu thị trường địa phương. Công nghệ ngân hàng hiện đại được ứng dụng có hiệu quả trong các giao dịch với khách hàng, trong quản lý và trong quản trị điều hành. Đây cũng là thế mạnh cạnh tranh trong quá trình hội nhập quốc tế về lĩnh vực tài chính – tiền tệ.

- Thứ sáu, các NHTM Việt Nam có nguồn nhân lực dồi dào, một số lượng lớn cán bộ được đào tạo cơ bản, có kinh nghiệm và năng lực quản trị điều hành, tổ chức kinh doanh ngân hàng; chất lượng nguồn nhân lực đang được nâng lên.

- Thứ bảy, đang có sự hợp tác có hiệu quả giữa các tập đoàn kinh tế lớn với các NHTM, nâng cao sức mạnh cạnh tranh, chủ động hội nhập kinh tế quốc tế

Bảng 2.2: Một số chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của các NHTMNN giai đoạn 2000 - 2007

Đơn vị tính: %

Chỉ tiêu/năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nợ quá hạn/tổng dư nợ	11.19	8.74	7.58	5.01	4,98	5,25	4,8	2,3
Lợi nhuận ròng/vốn tự có (ROE)	12.81	15.85	9.43	6.54	6,53	6,50	6,5	6,6
Lợi nhuận ròng/tổng TS (ROA)	0.36	0.38	0.3	0.38	0,41	0,42	0,43	4,5

(Nguồn: NHNN Việt Nam Số liệu năm 2007 là ước tính của tác giả)

Theo thông lệ quốc tế, một ngân hàng tốt trên thế giới thường có ROA trung bình là 1 % và ROE là 15%. Trong giai đoạn 1999 - 2007, chỉ số ROA của các NHTMNN chỉ đạt khoảng 0,42 – 0,60%, trong khi đó ROE lại có khuynh hướng giảm liên tục trong giai đoạn 2001 - 2007 từ mức 15,85% năm 2001 xuống còn 6,54% năm 2003 và 6,5% năm 2005 mà nguyên nhân khả năng sinh lời thấp là do tỷ lệ nợ không sinh lời (NPL) quá lớn. Như vậy khả năng sinh lời hiện nay của các NHTMNN là rất thấp so với các ngân hàng tốt trên thế giới.

Bảng 2.3: Nguồn vốn huy động và dư nợ cho vay của các Ngân hàng Thương mại Việt Nam giai đoạn 2001 - 2007

Đơn vị : tỷ đồng

TT	Chỉ tiêu	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	Nguồn vốn huy động	231.000	290.000	337.000	475.000	584.000	776.720	1.080.000
2	Dư nợ cho vay	215.000	281.000	328.000	454.000	545.000	661.630	1.012.860
3	GDP	481.295	535.762	613.443	713.071	837.858	906.060	982.647
4	Huy động vốn/GDP	48%	54%	55%	67%	70%	85,7%	109,8%
5	Dư nợ cho vay/GDP	45%	52%	53%	64%	65%	60%	103,1%

(Nguồn: NHNN Việt Nam Số liệu năm 2007 là ước tính của tác giả)

2.2. Đánh giá quá trình phát triển của thị trường tiền tệ

2.2.1. Quá trình hình thành và phát triển thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ mà chủ yếu là thị trường mở và thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam điều hành đã có quá trình phát triển như sau:

Tiếp tục đổi mới hoạt động theo xu hướng hội nhập, từ tháng 7-2000, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chính thức đưa nghiệp vụ thị trường mở (OMO) vào hoạt động. Đây là một dạng của thị trường tiền tệ.

Nghiệp vụ thị trường mở là hoạt động mua bán giấy tờ có giá còn thời hạn ngắn, hoặc mua bán ngắn hạn giấy tờ có giá (GTCTG) giữa Ngân hàng Trung ương và các Ngân hàng thương mại (NHTM), Tổ chức tín dụng (TCTD) và tổ chức khác, thông qua đó can thiệp vào vốn khả dụng, vốn dự trữ của các tổ chức đó và tác động vào lãi suất trên thị trường tiền tệ.

Nếu như trong 2 năm: 2000 – 2001, doanh số giao dịch trên thị trường mở còn hết sức khiêm tốn, thì từ năm 2002- 2004, doanh số giao dịch tăng hàng năm trên 200% và năm 2004 bằng 2,92 lần năm 2003 và 16 lần năm 2001. Doanh số giao dịch tăng nhanh bởi các phiên OMO đã được tổ chức thường xuyên hơn, và doanh số giao dịch từng phiên tăng lên. Năm 2005, doanh số giao dịch bằng 165,5% so với năm 2004. Trong năm 2006, doanh số giao dịch trên thị trường mở tiếp tục đạt khá, đạt trên 100.000 tỷ đồng.

Trong năm 2007, nghiệp vụ thị trường mở đã đạt được thành công lớn trong can thiệp vào vốn khả dụng của NHTM và thu hút bớt tiền từ lưu thông về, kiềm chế lạm phát. Tổng khối lượng giấy tờ có giá ngắn hạn Ngân hàng Nhà nước mua vào kỳ hạn ngắn lên tới 61.133 tỷ đồng, đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn khả dụng cho các Ngân hàng thương mại. Nhưng cũng trong năm 2007, tổng doanh số tín phiếu NHNN và giấy tờ có giá bán ra là 356.850 tỷ đồng, đạt mức cao nhất từ trước đến nay. Con số đó cũng cho thấy mức độ thu hút tiền về của NHNN là rất lớn.

Đặc biệt là, NHNN đã tổ chức tới 355 phiên giao dịch, nhiều ngày tổ chức tới 2 – 3 phiên để đáp ứng yêu cầu của thị trường. Nhiều phiên NHNN chào

bán tới 10.000 tỷ đồng. Đây cũng là những con số kỷ lục từ trước đến nay. Tổng số có 584 lượt thành viên dự thầu, trong đó 399 lượt thành viên là NHTM NN, 142 lượt thành viên là NHTM cổ phần và 43 lượt thành viên là chi nhánh Ngân hàng nước ngoài ở Việt Nam; có 481 lượt thành viên trúng thầu, trong đó có 360 lượt thành viên trúng thầu là NHTM NN, 86 lượt thành viên trúng thầu là NHTM cổ phần và 35 lượt thành viên trúng thầu là chi nhánh Ngân hàng nước ngoài. Đây cũng là diễn biến khác với nhiều năm trước và cho thấy tính tham gia rộng rãi, vai trò của thị trường mở đối với các NHTM cũng như đối với việc điều hành chính sách tiền tệ. Thời hạn giấy tờ có giá giao dịch cũng khác nhau, nhưng rất đa dạng, khoảng 10 kỳ hạn, nhưng chủ yếu là 7 ngày, 14 ngày,.... Lãi suất có xu hướng tăng và ở mức cao so với các năm gần đây.

Thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc qua Ngân hàng Nhà nước được đưa vào hoạt động từ năm 1994. Đây là một kênh huy động vốn rất quan trọng để đáp ứng kịp thời vốn cho ngân sách Nhà nước nói riêng và cho nền kinh tế nói chung. Theo đó tạo tiền đề cho phát triển thị trường chứng khoán, thị trường thứ cấp và thực hiện các nghiệp vụ của NHNN TW (thị trường mua bán lại tín phiếu, thị trường mở, chiết khấu giấy tờ có giá ngắn hạn và cho vay có đảm bảo bằng cầm cố giấy tờ có giá ngắn hạn).

Đến nay sau 14 năm hoạt động thị trường đấu thầu Tín phiếu Kho bạc Nhà nước (TPKB) đã có 47 thành viên, trong đó: có 5 Ngân hàng Thương mại Nhà nước (NHTMNN); 18 Ngân hàng Thương mại cổ phần (NHTMCP); 4 Ngân hàng liên doanh (NHLĐ); 13 chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam; 6 tổ chức bảo hiểm và Quỹ tín dụng Trung ương. Tuy nhiên trong thời gian qua hầu như chỉ có các Ngân hàng thương mại Nhà nước tham gia đấu thầu và trúng thầu. Trong năm 2006 có tổng số 86 lượt thành viên trúng thầu thì trong đó có 82 lượt thuộc về các ngân hàng thương mại nhà nước. Hay nói cách khác giới ngân hàng này cho rằng, thị trường này hầu như chỉ dành cho các ngân hàng thương mại nhà nước. Khối ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài,... vẫn còn đứng ngoài cuộc. Nguyên nhân chủ yếu do các khối ngân hàng này nguồn vốn nhỏ, vốn

khả dụng hạn chế, nên không có điều kiện tham gia đấu thầu. Nhưng một nguyên nhân khác do cách tổ chức đấu thầu, nên các ngân hàng quy mô nhỏ không có điều kiện trúng thầu. Tổng doanh số trúng thầu trên thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước đạt trên 22.000 tỷ đồng.

Trong năm 2007, thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc không sôi động như các năm trước nhưng vẫn tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc NHNN can thiệp vào vốn khả dụng của các NHTM và tạo hàng hoá giao dịch trên thị trường mở, từ đó tác động vào lãi suất trên thị trường tiền tệ, tác động vào lãi suất huy động vốn của NHTM. Quy mô giao dịch của thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc năm 2007 không đạt cao như dự kiến từ đầu năm và thấp hơn năm 2006, tổng khối lượng trúng thầu là 10.220 tỷ đồng, thấp nhất trong nhiều năm qua. Tuy nhiên hoạt động của thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước hỗ trợ quan trọng cho điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, nhất là trong tạo hàng hoá giao dịch trên thị trường mở.

2.2.2. Đánh giá thực trạng phát triển thị trường tiền tệ

Đây là thị trường phát triển sớm nhất và dễ nhận thấy nhất trong quá trình phát triển nền kinh tế theo cơ chế thị trường ở nước ta. Các thành viên hoạt động trên thị trường này chủ yếu là các tổ chức trung gian tài chính, trọng tâm là ngân hàng thương mại, quỹ đầu tư,... Do đó, cùng với việc ra đời hệ thống ngân hàng hai cấp: Ngân hàng Nhà nước làm nhiệm vụ quản lý nhà nước về hoạt động ngân hàng; ngân hàng thương mại và các TCTD khác, làm nhiệm vụ kinh doanh tiền tệ và dịch vụ ngân hàng, thì ngay hệ thống ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng cũng phát triển hết sức đa dạng, với nhiều loại hình và đa dạng tính chất sở hữu. Bên cạnh đó là các Tổ chức bảo hiểm và Quỹ đầu tư, Công ty cho thuê tài chính, Công ty tài chính trong mô hình Tổng công ty Nhà nước, Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện.

Đến nay, tham gia là thành viên của các dạng thị trường tiền tệ có 5 Ngân hàng thương mại Nhà nước, Ngân hàng chính sách xã hội, 37 Ngân hàng thương mại cổ phần, 4 Ngân hàng liên doanh, 39 chi nhánh Ngân hàng nước ngoài, 5 Ngân hàng liên doanh, Quỹ tín dụng TW, gần 1.000 Quỹ tín

dụng nhân dân cơ sở, một số công ty bảo hiểm và tái bảo hiểm, Quỹ đầu tư,... Tuy nhiên tham gia là thành viên của thị trường liên ngân hàng, thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc nhà nước, thị trường mở,... thì không phải tất cả các tổ chức trên, hầu như chỉ có các NHTM NN, NHTM cổ phần đô thị, ngân hàng liên doanh, chi nhánh Ngân hàng nước ngoài, một số công ty bảo hiểm,...

Về cơ chế tác động và can thiệp trên thị trường tiền tệ, được thể hiện tập trung ở các công cụ điều hành chính sách tiền tệ và nghiệp vụ Ngân hàng Trung ương. Theo đó, dần dần phù hợp với thông lệ quốc tế, từ tháng 6-2002, Ngân hàng Nhà nước chuyển sang thực hiện cơ chế điều hành lãi suất thoả thuận thay cho cơ chế điều hành lãi suất cơ bản trước đó. Kết hợp với đó là Ngân hàng Nhà nước hàng tháng công bố lãi suất cơ bản, vẫn quy định lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu; cùng với lãi suất nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ Swap, lãi suất thị trường mở, lãi suất thị trường đấu thầu Tín phiếu Kho bạc Nhà nước tác động vào lãi suất thị trường, lãi suất huy động vốn và lãi suất cho vay của các Tổ chức tín dụng.

Tác động vào lãi suất còn có công cụ dự trữ bắt buộc. Khi Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, có tác động làm tăng chi phí đầu vào của các TCTD. Do đó hoặc là các TCTD giữ nguyên lãi suất huy động vốn thì phải tăng lãi suất cho vay; hoặc là đồng thời vừa phải tăng lãi suất cho vay, vừa phải tăng lãi suất huy động vốn.

Công cụ điều hành tỷ giá cũng có tác động vào lãi suất của các TCTD trên thị trường tiền tệ, nhưng không rõ nét.

Với sự phát triển của các tổ chức trung gian tài chính, đặc biệt là các TCTD, với cơ chế điều hành chính sách tiền tệ và nghiệp vụ Ngân hàng Trung ương tiến dần tới phù hợp với thông lệ quốc tế, các Ngân hàng thương mại và Tổ chức tín dụng được chủ động trong các hoạt động huy động vốn và cho vay của mình, tham gia tích cực, năng động và cạnh tranh mạnh mẽ với nhau trên thị trường tiền tệ, theo đó, nó cũng có điều kiện thúc đẩy thị trường tiền tệ phát triển.

2.2.3. Đánh giá thực trạng phát triển thị trường tiền gửi và huy động vốn

Đây là thị trường có sự cạnh tranh mạnh mẽ nhất và sôi động nhất giữa các tổ chức trung gian tài chính trong việc thu hút tiền nhàn rỗi trong dân cư. Trong thời gian gần đây, các Tổ chức tín dụng đưa ra các hình thức sau:

- Cạnh tranh khuyến khích khách hàng mở tài khoản cá nhân, tài khoản sử dụng thẻ,... Tất cả các khối NHTM đều phát triển mạnh dịch vụ ngân hàng cá nhân nhằm thu hút tiền gửi và nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội vào hệ thống ngân hàng. Ước tính đến hết tháng 6 năm 2008 trong cả nước có khoảng trên 9,2 triệu tài khoản cá nhân được mở tại các NHTM, hơn 8 triệu thẻ được phát hành, trong đó có 7,7 triệu thẻ nội địa, hơn 302.000 thẻ quốc tế, trên 4.300 máy ATM và 23.000 thiết bị POS đã lắp đặt. Hai mạng liên kết thẻ lớn nhất của hệ thống ngân hàng: BankNet và Smarlink đã ký kết hợp tác với nhau, tạo tiền đề mới cho dịch vụ thẻ phát triển cũng như thực hiện có hiệu quả Chỉ thị số 20/2007/CT-TTg, ngày 24- 8-2007 của Thủ tướng Chính phủ, về việc trả lương qua tài khoản cho các đối tượng hưởng lương từ ngân sách Nhà nước. Thị trường tín dụng tiêu dùng cạnh tranh và phát triển mạnh,...đó là một trong những minh chứng thực tế của giải pháp có hiệu quả trong cạnh tranh.

- Cạnh tranh thu hút tiền gửi không kỳ hạn của các tổ chức kinh tế – xã hội. Giữa các TCTD cạnh tranh thu hút tiền gửi của Kho bạc Nhà nước, bảo hiểm xã hội Việt Nam, Bảo Việt, các công ty bảo hiểm nhân thọ, bưu chính viễn thông, điện lực,....

- Cạnh tranh thu hút tiền gửi tiết kiệm: đây là hình thức huy động vốn truyền thống giữa các TCTD và Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện, nhất là các Quỹ tín dụng nhân dân cơ sở. Thời gian gần đây, để khuyến khích khách hàng, một số Ngân hàng thương mại đưa ra dịch vụ: gửi một nơi lĩnh nhiều nơi, tiết kiệm tích lũy hay còn gọi là tiết kiệm gửi góp, tiết kiệm gắn liền với bảo hiểm nhân thọ, tiết kiệm lũy tiến trả lãi theo số tiền gửi càng cao thì lãi suất càng cao, tiết kiệm linh hoạt tức là khách được chủ động rút tiền ra bất cứ

lúc nào có nhu cầu và lãi suất tính theo số ngày thực tế gửi tương ứng với kỳ hạn gần nhất, tiết kiệm dự thưởng,...

- Phát hành các chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu, trái phiếu,... chủ yếu là huy động vốn có thời hạn từ 6 tháng trở lên, lãi suất hấp dẫn.

Trong 6 năm gần đây: 2003 – 2008, đặc biệt có sự cạnh tranh sôi động trên thị trường thu hút tiền gửi và thị trường huy động vốn, đặc biệt là các tổ chức trung gian tài chính thực hiện rất đa dạng và phong phú các sản phẩm và dịch vụ thu hút tiền gửi, huy động vốn.

Tuy nhiên trong việc phát triển thị trường này, có thể thấy một tồn tại lớn là chưa thu hút được tối đa tiền gửi không kỳ hạn, tiền nhàn rỗi trong dân cư vào hệ thống ngân hàng, trên cơ sở đó lựa chọn các dịch vụ thanh toán qua ngân hàng hay rút tiền mặt ra chi tiêu bất cứ lúc nào có nhu cầu. Đây là nguồn vốn rất lớn và rất quan trọng, tạo đà cho phát triển thị trường tiền tệ, bởi vì nó gia tăng nguồn tiền gửi không kỳ hạn, gia tăng vốn khả dụng cho các TCTD.

2.3. Đánh giá quá trình phát triển thị trường vốn

2.3.1. Quá trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán

2.3.1.1. Hoạt động của TTGDCK Tp. HCM trước đây và hiện nay là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

Năm 1997, Ủy ban chứng khoán Nhà nước được thành lập, thực hiện các chức năng đầu tiên chuẩn bị cho việc ra đời Thị trường chứng khoán ở Việt Nam, đó là xây dựng cơ sở pháp lý, đào tạo cán bộ, xây dựng cơ sở vật chất kỹ thuật,... Ba năm sau khi UBCKNN thành lập, thực hiện quyết định của Thủ tướng Chính phủ ngày 20/7/2000, TTGDCK Tp. HCM đã chính thức khai trương hoạt động và tổ chức phiên giao dịch chứng khoán đầu tiên vào ngày 28/07/2000. Đây là điểm mốc quan trọng đánh dấu sự hiện diện của thị trường giao dịch chứng khoán tập trung đầu tiên ở Việt Nam sau quá trình khẩn trương và tích cực chuẩn bị các điều kiện cần thiết về khung pháp lý, nguồn

nhân lực, hạ tầng công nghệ và cơ sở vật chất liên quan.

Tên gọi ban đầu, địa điểm mở thị trường đã được cân nhắc rất kỹ trong Mô hình TTCK Việt Nam và văn bản của UBCKNN trình lãnh đạo Đảng và Nhà nước cho phép thành lập TTGDCK. Tên gọi "Trung tâm giao dịch Chứng khoán" mà chưa phải là "Sở giao dịch chứng khoán" gián tiếp nói lên định hướng về bước đi, quy mô, trình độ, phương thức tổ chức giao dịch chứng khoán ban đầu của thị trường. Đặc điểm khác biệt của Việt Nam với các nước khác trên thế giới trong giai đoạn ban đầu hình thành và phát triển TTCK là Việt Nam chưa có nền kinh tế thị trường thực sự, hàng hoá trên thị trường chủ yếu là cổ phiếu từ doanh nghiệp nhà nước (DNNN) được cổ phần hoá (CPH) và trái phiếu chính phủ (TPCP) được Bộ Tài chính phát hành; doanh nghiệp và công chúng lần đầu tiên được tiếp cận với khái niệm và hình thức huy động vốn, đầu tư trên TTCK. Nhà nước đã đầu tư toàn bộ cơ sở vật chất, đào tạo nhân lực, ban hành quy định về thiết lập và đưa TTGDCK đầu tiên vào hoạt động; về mặt tổ chức Trung tâm là đơn vị trực thuộc UBCKNN.

Để hình dung cụ thể và hoạt động của thị trường giao dịch chứng khoán tập trung, có được những quy chế hoạt động của SGDCK để tham khảo chọn lọc áp dụng cho Việt Nam, nhiều lượt cán bộ của UBCKNN đã tham gia các đoàn khảo sát, học tập tại SGDCK, các công ty chứng khoán, TTLKCK của các nước bạn trong những năm 1997 - 1999 theo các dự án trợ giúp kỹ thuật được thoả thuận cấp Chính phủ 2 nước. Để hỗ trợ đưa vào TTGDCK Tp HCM đi vào hoạt động, UBCKNN đã biệt phái các cán bộ chủ chốt, các cán bộ trẻ được đào tạo và có năng lực tốt vào nắm giữ các vị trí Giám đốc TTGDCK, lãnh đạo các phòng nghiệp vụ quan trọng của Trung tâm trong những năm hoạt động đầu tiên.

Tính đến tháng 6-2008, trải qua gần 8 năm hoạt động, Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức được gần 1.850 phiên giao dịch chứng khoán; việc công bố thông tin, giám sát giao dịch ngày càng có chất lượng và hiệu quả, cơ bản đáp ứng nhu cầu phát triển của thị trường; hoạt động và quản trị điều hành của Trung tâm ngày càng chuyên nghiệp hơn. Từ tháng 10/2007, SGDCK TP. HCM (TTGDCK Tp. HCM chuyển thành

SGDCK từ tháng 8/2007) bắt đầu thực hiện khớp lệnh liên tục bên cạnh việc chỉ thực hiện phương thức khớp lệnh định kỳ trong gần 8 năm qua. Từ 2 công ty niêm yết cổ phiếu trong phiên giao dịch đầu tiên, đến cuối tháng 6/2008 đã có 150 cổ phiếu và 2 chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán được niêm yết và giao dịch. Quy mô thị trường cổ phiếu niêm yết trên SGDCK Tp. HCM tăng lên rất ấn tượng từ mức chỉ hơn 1% GDP thời điểm cuối năm 2005 đến tháng 6-2008 đã đạt gần 50% GDP. Sở SGDCK Tp. HCM đã kết nạp thành viên giao dịch thứ 75 là các Công ty chứng khoán so với 5 thành viên lúc ban đầu. Những con số đó cho thấy một nỗ lực vô cùng lớn lao và bền bỉ của Sở SGDCK Tp. HCM trong điều kiện hạ tầng công nghệ và nguồn nhân lực còn rất hạn chế. Từ giữa tháng 3-2008, Sở SGDCK Tp. HCM chuyển sang giao theo phương thức không sàn dựa trên cơ sở công nghệ hiện đại.

2.3.1.2. Hoạt động của TTGDCK Hà Nội

Sự chuyển biến tích cực và toàn diện của TTCK Việt Nam cùng với những kinh nghiệm tích lũy được sau 5 năm tổ chức và vận hành TTCK là cơ sở, tiền đề quan trọng để Chính phủ cho phép khai trương hoạt động TTGDCK Hà Nội vào ngày 8/3/2005. Theo Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, định hướng hoạt động của TTGDCK Hà Nội là tổ chức thị trường giao dịch trái phiếu chuyên biệt; cổ phiếu của các doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp chưa niêm yết trên thị trường Tp. HCM... theo phương thức giao dịch linh hoạt phù hợp với nhu cầu của thị trường và trên cơ sở công nghệ hiện đại. Việc ra đời và hoạt động của TTGDCK Hà Nội theo định hướng trên đã góp phần hoàn thiện cấu trúc TTCK, tổ chức các thị trường với tiêu chuẩn niêm yết đa dạng hơn, từng bước thu hẹp dần hoạt động của thị trường tự do không có sự quản lý, đa dạng hoá kênh huy động vốn và đầu tư cho doanh nghiệp cũng như cho nhà đầu tư chứng khoán. Hơn 2 năm trước chỉ có 6 công ty niêm yết cổ phiếu với tổng giá trị tính theo mệnh giá là 1.500 tỷ đồng, đến tháng 6/2008 đã có trên 130 công ty với tổng trị giá niêm yết đạt gần 31.000 tỷ đồng. Số lượng Công ty chứng khoán là thành viên của TTGDCK Hà Nội đã tăng từ 11 thành viên ban

đầu lên 70 công ty. Giá trị giao dịch bình quân từ 2 tỷ đồng/phiên vào tháng 7/2005 đã tăng hơn 250 lần, đạt khoảng 500 - 600 tỷ đồng/phiên thời điểm từ tháng 10/2007 đến tháng 6-2008. Giá trị thị trường cổ phiếu niêm yết tại Trung tâm đạt 150.000 tỷ đồng. Đặc biệt, phương thức giao dịch kết hợp giữa báo giá và thoả thuận, biên độ giao động giá lớn hơn của TTGDCK Hà Nội được đánh giá là có tính linh hoạt, mang đến nhiều tiện ích và sự quan tâm đối với nhà đầu tư. Theo quyết định của Bộ tài chính, từ tháng 7/2006 chỉ tổ chức đấu thầu và niêm yết TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương để tiến tới hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt tại Trung tâm, kết quả huy động và giao dịch trái phiếu gia tăng rất mạnh mẽ, đến cuối tháng 6/2008 đã có gần 160 loại trái phiếu với giá trị hơn 61 nghìn tỷ đồng được niêm yết và giao dịch tại TTGDCK Hà Nội.

2.3.2. Kết quả đạt được và bài học kinh nghiệm về phát triển hai trung tâm giao dịch chứng khoán

Đến nay, quy mô thị trường cổ phiếu của cả SGDCK Tp. HCM và TTGDCK Hà Nội đã đạt tới gần 50% GDP, nếu tính cả trái phiếu thì đạt trên 50% GDP; giá trị giao dịch hàng ngày của thị trường tập trung đã lên tới mức 100 triệu USD, mức mà các quỹ đầu tư quốc tế đánh giá là đủ lớn để họ tham gia vào một thị trường. Đây là quy mô mà 2 năm trước đây, những dự đoán lạc quan nhất cũng chưa tính đến. Điều này nói lên vai trò, ảnh hưởng ngày càng lớn hơn của TTCK đối với đời sống kinh tế - xã hội.

Nhìn lại gần 8 năm hoạt động của Sở SGDCK Tp. HCM và TTGDCK Hà Nội, chúng ta cũng chứng kiến thị trường đã trải qua nhiều thăng trầm gắn với bối cảnh chung của nền kinh tế, với những chính sách phát triển thị trường, thực trạng tiến trình cải cách doanh nghiệp cũng như những sai lầm "ấu trĩ" trong quản lý, điều hành của cơ quan quản lý thị trường và bản thân các TTGDCK, trong ứng xử của các nhà đầu tư, hoạt động của các Công ty chứng khoán. Tuy có những hạn chế mang tính tất yếu trong quá trình phát triển, song thực tiễn đó là những bài học vô giá, bổ ích với tất cả các thành viên tham gia thị trường. Nó giúp cho việc hoạch định chiến lược, chính sách, quản lý, điều hành và giám sát thị trường hiệu quả hơn, giảm bớt tính hành chính;

hoạt động của thị trường ngày càng tiến tới công khai, minh bạch hơn - nguyên tắc hàng đầu trong hoạt động của TTCK.

Với nguyên tắc chỉ đạo xây dựng thị trường từ quy mô nhỏ tới lớn, từ trình độ thấp lên cao, từ đơn giản đến hiện đại và hướng tới chuẩn mực quốc tế, vừa làm vừa rút kinh nghiệm, có những chính sách và ứng xử phù hợp của Chính phủ, cơ quan quản lý thị trường, nhất là trong những giai đoạn thị trường quá "nóng" hay quá "lạnh" và ngày càng chịu ảnh hưởng lớn hơn từ thị trường tài chính, TTCK toàn cầu, TTCK Việt Nam hôm nay - bao gồm các TTGDCK/SGDCK thực sự đã trưởng thành và phát triển trên nền tảng vững chắc hơn.

Bên cạnh việc tổ chức và vận hành khá thành công thị trường giao dịch thứ cấp, SGDCK Tp. HCM và TTGDCK Hà Nội còn đóng góp quan trọng trong việc thúc đẩy đổi mới, sắp xếp các DNNN thông qua hoạt động tổ chức đấu giá CPH và góp phần huy động vốn cho NSNN với chi phí hiệu quả hơn thông qua việc tổ chức đấu thầu TPCP, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương. Đặc biệt, việc tổ chức đấu giá cổ phần qua SGDCK/TTGDCK đã đóng góp rất quan trọng cho tiến trình CPH DNNN theo hướng công khai, minh bạch, thu hút được sự tham gia đông đảo hơn của công chúng đầu tư; đồng thời, tạo điều kiện phát triển hàng hoá có chất lượng tốt hơn, phong phú và đa dạng hơn cho thị trường giao dịch chứng khoán. Đó cũng là cách làm rất đặc thù, mang tính sáng tạo và thực tiễn cao của Việt Nam mà Chính phủ, trực tiếp là Bộ Tài chính giao cho các SGDCK/TTGDCK thực hiện.

Sự phát triển của TTCK Việt Nam đã thu hút sự quan tâm của các thị trường trên thế giới. SGDCK Tp. HCM, TTGDCK Hà Nội đang mở rộng quan hệ và ký kết thoả thuận hợp tác với các SGDCK trên thế giới trong đó có những SGDCK lớn nhất như New York, London, Tokyo...

2.3.3. Hình thành và phát triển Trung tâm lưu ký chứng khoán độc lập

Song song với sự phát triển của hai TTGDCK, yêu cầu tổ chức một TTLKCK độc lập cũng trở nên cấp thiết. Trong giai đoạn đầu tổ chức TTCK,

các chức năng đăng ký, lưu ký và thanh toán giao dịch chứng khoán được thực hiện bởi hai TTGDCK Tp. HCM và Hà Nội, chưa có sự kết nối thống nhất. Bên cạnh đó, phạm vi dịch vụ do hệ thống của TTLKCK cung cấp mới chỉ giới hạn ở các nhóm dịch vụ cơ bản là lưu ký, bù trừ thanh toán giao dịch và thực hiện quyền đối với chứng khoán niêm yết trên hai TTGDCK. Hoạt động của hệ thống đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán theo mô hình này không đạt hiệu quả cao, lãng phí về nguồn lực do tính chuyên môn hoá và khả năng mở rộng phạm vi, hình thức cung cấp dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán và thực hiện các quyền của người sở hữu chứng khoán hạn chế; khó đáp ứng nhu cầu phát triển TTCK, hạn chế thấp nhất rủi ro trong những chuyển nhượng chứng khoán. Ngày 27/7/2005, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 189/2005/QĐ-TTg thành lập TTLKCK độc lập và TTLKCK đã chính thức đi vào hoạt động tháng 5/2006. Với chức năng chính là hỗ trợ xử lý các hoạt động sau giao dịch, thực hiện các quyền của người lưu ký chứng khoán, hoạt động của TTLKCK đã thực sự giúp giảm thiểu chi phí và nâng cao năng lực xử lý của toàn thị trường như tận dụng được lợi thế theo quy mô. Bên cạnh đó, thông qua việc tái điều chỉnh về chức năng giữa các đơn vị là TTLKCK, SGDCK, TTGDCK, trong đó khôi phục chức năng hỗ trợ sau giao dịch được tách khỏi chức năng giao dịch cho nên mỗi tổ chức có điều kiện chuyên môn hoá sâu hơn vào từng lĩnh vực hoạt động của mình, đồng thời tạo khả năng mở rộng phạm vi và nâng cao chất lượng dịch vụ cung cấp, đồng nghĩa với việc tăng nguồn thu cho các tổ chức cung cấp dịch vụ cũng như phục vụ nhu cầu thị trường được tốt hơn.

Tuy mới hoạt động hơn 1 năm, đến nay, TTLKCK đã có 73 thành viên gồm 62 Cty Chứng khoán, 8 ngân hàng lưu ký (gồm 6 ngân hàng nước ngoài, 3 thành viên lưu ký trực tiếp trong đó có Sở Giao dịch ngân hàng Nhà nước Việt Nam). TTLKCK đang quản lý 127 loại cổ phiếu lưu ký với hơn 2,5 tỷ cổ phiếu, 586 loại trái phiếu với hơn 1,2 tỷ trái phiếu; 2 loại chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán với hơn 140 triệu chứng chỉ.

Hiện nay, TTLKCK của Việt Nam đã là thành viên của Hiệp hội các tổ chức lưu ký Châu á Thái Bình Dương. Theo luật Chứng khoán, TTLKCK

cũng chuyển đổi theo mô hình doanh nghiệp vào năm 2008.

Sự phát triển của Trung tâm lưu ký chứng khoán phù hợp với quy mô, trình độ và phương thức tổ chức giao dịch của TTCK

Là những định chế đặc biệt hoạt động trên thị trường chứng khoán (TTCK), các Sở giao dịch Chứng khoán (SGDCK)/ Trung tâm Giao dịch Chứng khoán (TTGDCK) có chức năng chủ yếu là tổ chức, giám sát hoạt động giao dịch chứng khoán, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán (TTLKCK) là tổ chức đầu mối tập trung đăng ký, lưu ký, thanh toán, đảm bảo hoàn tất các giao dịch chứng khoán và khả năng thực hiện các quyền hợp pháp của người sở hữu chứng khoán. Sự đặc biệt của các định chế này ở chỗ, tuy chúng chỉ là một pháp nhân, nhiều khi được tổ chức như một doanh nghiệp, nhưng được pháp luật cho phép ban hành các quy định điều chỉnh các pháp nhân khác tham gia cung cấp dịch vụ hoặc trực tiếp giao dịch, thanh toán giao dịch chứng khoán. Ở nhiều nước, các SGDCK, TTLKCK là những định chế duy nhất hoặc rất hạn chế trong việc thành lập, pháp luật quy định không tổ chức nào khác được đặt tên tương tự. Thậm chí gần đây đã xuất hiện các SGDCK cho khu vực, cộng đồng kinh tế.

Xuất phát từ đặc thù kinh tế - xã hội - chính trị, Việt Nam đã chọn mô hình, bước đi phù hợp để xây dựng và phát triển TTCK, trong đó Nhà nước đóng vai trò "bà đỡ" hình thành thị trường và là yếu tố vô cùng quan trọng thúc đẩy, định hướng, quản lý, giám sát để thị trường phát triển. Vai trò đó của Đảng, Chính phủ, Bộ Tài chính và các Bộ, ngành liên quan, đặc biệt là vai trò hết sức quan trọng và trực tiếp của Ủy ban Chứng khoán nhà nước (UBCKNN) rất rõ nét trong quá trình hình thành và phát triển các định chế đặc biệt là TTGDCK, TTLKCL.

2.3.4. Những vấn đề cần giải quyết để phát triển SGDCK/TTGDCK và TTLKCK

Bên cạnh những chính sách và giải pháp phát triển và quản lý TTCK của nhà nước, những vấn đề cấp bách và then chốt mà SGDCK, TTGDCK, TTLKCK cần giải quyết trong giai đoạn từ nay đến năm 2010 là :

Thứ nhất, nâng cấp cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin. Trước mắt, cần

hoàn thiện và nâng cấp công nghệ thông tin hiện có tại các SGDCK, TTGDCK, TTLKCK; tiến tới tổ chức giao dịch từ xa; nâng cao khả năng cung cấp dịch vụ đăng ký, lưu ký, thanh toán về cả quy mô và chất lượng. Tới năm 2010 cơ bản hiện đại hoá công nghệ thông tin, tiến tới tự động hoá toàn bộ các hoạt động giao dịch, công bố thông tin, giám sát thị trường, đăng ký, lưu ký, thanh toán theo các chuẩn mực quốc tế. Việc nâng cấp công nghệ thông tin tại SGDCK, TTGDCK, TTLKCK phải được thực hiện đồng bộ và gắn kết với xây dựng và nâng cấp công nghệ thông tin tại các Công ty CK và thành viên lưu ký, đảm bảo tính hiệu quả, đồng bộ và ổn định cao.

Thứ hai, phát triển nguồn nhân lực, nhân tố quyết định cho sự phát triển của TTCK nói chung, các SGDCK, TTGDCK, TTLKCK nói riêng thông qua chiến lược tuyển dụng, đào tạo, bồi dưỡng trong và ngoài nước và từ thực tiễn đối với cán bộ, nhân viên của các tổ chức này.

Thứ ba, cần áp dụng thông lệ Quốc tế trong quản trị, điều hành, tăng khả năng hội nhập với TTCK các nước trong khu vực và thế giới. Do SGDCK, TTGDCK, TTLKCK được tổ chức theo mô hình công ty nên thuận lợi trong việc áp dụng các thông lệ tốt nhất trong quản trị, điều hành; áp dụng kinh nghiệm của các TTCK đi trước, thuận lợi cho việc mở rộng hợp tác và kết nối với các SGDCK, TTLKCK trên thế giới, mở rộng sự tham gia thị trường của các nhà đầu tư đối với TTCK Việt Nam cũng như quốc tế.

Thứ tư, các SGDCK, TTGDCK, TTLKCK cần có chiến lược, kế hoạch để phát triển cả quy mô và chất lượng cung cấp dịch vụ phục vụ thị trường, đảm bảo tự chủ tài chính để xây dựng các nguồn lực cho phát triển.

Nhìn lại quá trình tạo dựng và phát triển các TTGDCK, TTLKCK để thêm tin tưởng rằng TTCK Việt Nam sẽ phát triển mạnh mẽ, thực sự là kênh huy động và phân bổ vốn hiệu quả, đóng góp ngày càng quan trọng cho phát triển kinh tế của đất nước.

2.3.5. Đánh giá chung về hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam

2.3.5.1. Sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ năm 2001 - 2007

Nếu như thị trường chứng khoán (TTCK) đến sớm ở một số nước như Hungary - TTCK Budapest (1990), Trung Quốc - TTCK Thượng Hải (1992), Cộng hòa Séc - TTCK Praha (1993) thì phải đến năm 2000 TTCK mới được hình thành ở Việt Nam. Trong những ngày đầu thành lập, mặc dù có rất nhiều khó khăn, TTCKVN vẫn chứng tỏ tiềm năng phát triển mạnh. VN Index tăng vọt từ 100 điểm (ngày 28/07/2000) lên 571,04 điểm vào ngày 25/06/2001. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán để lại nỗi ám ảnh cho nhà đầu tư tham gia thị trường khi thị trường suy thoái ở dưới 140 điểm (giai đoạn 1). Thời kì này kéo dài 4 năm. Một điều may mắn là sau một thời kì trầm lắng, TTCK lại vươn mình đi lên. Vn Index tăng ngoạn mục từ 300 điểm cuối năm 2005 lên đến 632 điểm vào 25/04/2006 (giai đoạn 2). Thế nhưng, đến 01/08/2006, thị trường chứng khoán chỉ còn 400 điểm (giai đoạn 3). Đến tháng 11/2006, thị trường tăng đạt mức kỉ lục 665,53 điểm. Và tiếp tục theo chiều thẳng đứng đi lên đến 1200 điểm vào giữa tháng 03/2007 (giai đoạn 4) và đi xuống chỉ còn 968 điểm vào cuối tháng 04/2007 (giai đoạn 5). Có thể tổng hợp nguyên nhân tăng trưởng và suy thoái của thị trường như sau:

Giai đoạn 1: Đây là giai đoạn đầu tiên hình thành thị trường. Tính bền vững của thị trường cũng bị ảnh hưởng bởi các yếu tố chính sách, cơ sở vật chất cũng như tính phổ cập của TTCK đến với dân chúng. Cung - cầu trên thị trường giai đoạn này còn yếu ớt. Hơn thế nữa, quá trình cổ phần hoá của doanh nghiệp diễn ra quá chậm không thể tạo ra lượng hàng hoá cho thị trường. Hầu như nhà đầu tư nước ngoài không được tham gia TTCK.

Giai đoạn 2: Giai đoạn này thị trường có nhiều khởi sắc, thể hiện sự chuyển biến về chất. Có thể tổng hợp một số nguyên nhân chính sau:

- Các yếu tố vĩ mô tích cực: tình hình chính trị ổn định, kinh tế tăng trưởng khá, VN đang chuẩn bị hoàn tất thủ tục để gia nhập WTO.
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết rất khả quan, các thông tin về cổ tức, phát hành thêm có tính hấp dẫn của nhà đầu tư.

- Sự mất cân đối cung cầu trên thị trường thể hiện qua, số lượng doanh nghiệp niêm yết gia tăng không đủ nhanh so với sức cầu tăng ồ ạt của nhà đầu tư khi thấy khả năng kiếm lời trên TTCK.

Giai đoạn 3: Giai đoạn này TTCK lại sụt giảm nghiêm trọng. Nhiều nhà đầu tư không chịu nổi sự suy giảm đó bán ra ồ ạt dẫn đến VN Index sụt giảm 37% so với mức tăng trước đây kể từ ngày 25/04/2006. Nguyên nhân chính là:

- Tác động của yếu tố báo chí: tháng 4, 5/2006, có rất nhiều luồng thông tin phản ánh là giá cổ phiếu tăng nóng vượt quá giá trị thực của doanh nghiệp, điều này tác động đến tâm lý nhà đầu tư.
- UBCK tăng cung chứng khoán, trong đó có một số doanh nghiệp có khối lượng giao dịch rất lớn như VSH và STB. Điều này làm giảm sức nóng của một số loại cổ phiếu niêm yết trước đó. Hơn thế nữa, đây cũng là cơ hội để các nhà đầu tư bán ra để cơ cấu lại danh mục.
- Thông tin về một số ngành nghề trước thềm WTO đó tác động đến tâm lý nhà đầu tư: tăng cường nắm cổ phiếu của một số cổ phiếu của ngành nghề có lợi thế cạnh tranh, loại bỏ một số ngành nghề gặp khó khăn, kém hấp dẫn khi gia nhập WTO.

Giai đoạn 4: Giai đoạn này TTCK đó cú những trưởng thành về chất và về lượng thể hiện qua giá trị khớp lệnh bình quân của cổ phiếu qua mỗi phiên tăng lên rừ rệt và số lượng nhà đầu tư tham gia đạt mức kỷ lục. Nguyên nhân dẫn đến tăng trưởng này:

- Sự kiện Việt Nam gia nhập WTO, tổ chức thành cộng Hội nghị cấp cao APEC 14,...
- Những dự báo lạc quan về tình hình kinh tế và phát triển của các doanh nghiệp.
- Khả năng dự báo lạc quan về tình hình kinh tế và phát triển của các doanh nghiệp.
- Khả năng tăng cường vốn đầu tư của các quỹ nước ngoài thông qua việc tăng cường đặt lệnh mua một số cổ phiếu tốt của một số tổ chức, kế hoạch giải ngân của một số quỹ nước ngoài.

- Thông tin về việc mở room, phát hành cổ phiếu thưởng của các doanh nghiệp.

2.3.5.2. Sự phát triển thị trường chứng khoán năm 2007

Năm 2007 chứng kiến nhiều giai đoạn thăng trầm của hoạt động thị trường niêm yết. Thị trường tăng trưởng mạnh mẽ kể từ tháng 12/2006 đến tháng 3/2007 và chỉ số VnIndex đạt mức đỉnh là 1.170 điểm vào 19/3/2007. Sau giai đoạn suy giảm lần thứ nhất diễn ra trong khoảng tháng 3, tháng 4/2007, do các thông tin cảnh báo dồn dập về sự tăng trưởng quá nóng của thị trường, dẫn đến việc bán tháo cổ phiếu của các nhà đầu tư nhỏ, trong khoảng cuối tháng 4, đầu tháng 5/2007, thị trường có sự phục hồi trở lại với sự tăng giá khá mạnh của các cổ phiếu bluechip do các nhà đầu tư nước ngoài mua vào. Thị trường phục hồi nhẹ cùng lúc đợt IPO cổ phiếu tập đoàn Bảo Việt diễn ra.

Trong giai đoạn tháng 5 đến tháng 8/2007, thị trường bước vào đợt suy thoái dài hạn, với chỉ số Vn-Index sụt giảm mạnh xuống mức 887 điểm ngày 23/08/2007. Nguyên nhân của đợt sụt giảm này trước nhất là do NHNN ra Chỉ thị 03 giới hạn tỉ lệ cho vay đầu tư chứng khoán, chính sách thắt chặt tiền tệ. Ngoài ra, nhiều định chế tài chính lớn, có danh tiếng như HSBC, Merrill Lynch cùng đưa ra những báo cáo đánh giá về thị trường, dự đoán thị trường sẽ giảm xuống mức 900 điểm, do đó, nhà đầu tư trong nước hoang mang và đẩy mạnh bán ra cổ phiếu. Trong thời điểm này, giá trị giao dịch cũng giảm mạnh với giá trị giao dịch bình quân trong khoảng 450 - 500 tỷ đồng/ phiên, bằng 1/3 giá trị giao dịch bình quân vào thời điểm thị trường tăng nóng. Chỉ số VN Index xuống mức đáy là 886 điểm trong tháng 8/2007.

Thị trường hồi phục trở lại trong giai đoạn cuối tháng 9 và trong tháng 10/2007, với giá trị giao dịch cả hai sàn tăng mạnh, bình quân phiên đạt 1600 tỷ đồng. Đây cũng là giai đoạn nhiều cổ phiếu mới tham gia niêm yết tại 2 sàn chứng khoán như SSI, PVS, DPM... Chỉ số VN Index nhanh chóng vượt các mức cản 900, 1000 và 1100 điểm và đạt mức đỉnh là 1107 điểm ngày

4/10/2007. Tuy nhiên, sau giai đoạn phục hồi trong tháng 10, thị trường lại bắt đầu giai đoạn điều chỉnh và suy giảm. Tại thời điểm tháng 12/2007, khi các thông tin về đợt đầu giá IPO Vietcombank được công bố, chỉ số VN Index đó giảm xuống mức 950 điểm.

Có thể thấy thị trường chứng khoán năm 2007 diễn biến khó lường, không còn những giai đoạn tăng trưởng nóng kéo dài như thời điểm cuối năm 2006 đầu năm 2007. Hầu hết các nhà đầu tư mới tham gia thị trường năm 2007 đều bị thua lỗ.

Dưới đây là một số đánh giá chi tiết về toàn cảnh thị trường:

Thị trường cổ phiếu niêm yết: Thị trường cổ phiếu niêm yết tăng trưởng mạnh mẽ, giá trị vốn hoá thị trường cả hai sàn đạt 468 ngàn tỷ đồng, tăng 115% so với năm 2006 và đạt khoảng 44% GDP. Sàn HOSE có thêm 23 công ty niêm yết trong năm 2007, trong đó có những công ty có vốn điều lệ lớn như SSI (800 tỷ đồng), DPM (3800 tỷ đồng), HPG (1320 tỷ đồng)... làm qui mô vốn hoá thị trường đạt 352 ngàn tỷ đồng, tăng 144 % so với cuối năm 2006. Tại sàn Hà Nội, hiện có 100 công ty niêm yết, tăng 15% so với năm 2006, với giá trị vốn hoá đạt 115 ngàn tỷ đồng, tăng 58%, trong các công ty lên sàn 2007 có PVS với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng.

Thị trường cổ phiếu OTC: Hiện nay, trên thị trường OTC cứ khoảng 2.000 công ty cổ phần từ các doanh nghiệp nhà nước, và hàng ngàn công ty cổ phần được hình thành theo Luật Doanh nghiệp, ngoài ra, hiện đó có nhiều công ty FDI chuyển thành công ty cổ phần tạo ra một lượng hàng hoá lớn trên thị trường OTC. Theo ước tính thì giá trị vốn hoá thị trường của các cổ phiếu thường xuyên giao dịch trên thị trường OTC vào khoảng 5 - 6 tỷ USD và ngày càng gia tăng với tốc độ tăng vốn của các doanh nghiệp này. Thị trường OTC thu hút được sự quan tâm rất lớn của các nhà đầu tư cá nhân cũng như tổ chức chuyên nghiệp trong và ngoài nước. Trong cơ cấu danh mục của các quỹ

đầu tư chuyên nghiệp như VFMVF1, BF1, v.v... có tới 50 - 60% giá trị danh mục cổ phiếu đầu tư vào các cổ phiếu chưa niêm yết.

Đợt đấu giá cổ phiếu của phân đạm và hoá chất dầu khí, giá đấu bình quân chỉ cao hơn giá khởi điểm một ít, một phần vì thị trường đó trải qua nhiều cơn sốt giá, cụ thể có một số đợt bán đấu giá trước đó giá đấu bị đẩy lên rất cao, nhưng sau đó lại có hiện tượng nhiều nhà đầu tư bỏ cọc hàng loạt, do vậy, số lượng nhà đầu tư đăng ký mua lần này chỉ xấp xỉ bằng số lượng cổ phiếu chào bán. Đợt đấu giá cổ phiếu Bảo Việt cũng không thành công như dự tính khi công ty không bán được hết cổ phần như dự tính và phải ghi giảm vốn điều lệ.

Đợt đấu giá Vietcombank vào tháng 12/2007 với giá trị IPO là 975 tỷ đồng và giá khởi điểm 100.000 đồng/cổ phần, đây là đợt đấu giá lớn nhất năm 2007 và được mong đợi nhất thị trường. Kết quả giá trúng thầu bình quân đạt hơn 107.000 đồng, đó thu hút một lượng vốn rất lớn của thị trường. Tổng số tiền các nhà đầu tư đó nộp mua cổ phiếu của Vietcombank đạt hơn 10.000 tỷ đồng. Đợt đấu giá này đó làm thị trường niêm yết suy giảm trong thời gian qua khi nhiều nhà đầu tư đó phải bán bớt cổ phiếu niêm yết để dành tiền cho đợt đấu giá VCB.

Các chính sách liên quan đến thị trường: Nhà nước đó thông qua Luật thuế thu nhập cổ nhĩn, trong đó có đánh thuế vào hoạt động kinh doanh chứng khoán của các nhà đầu tư cá nhĩn và Chỉ thị 03 hạn chế cho vay chứng khoán.

Năm 2007, Ngân hàng Nhà nước ban hành Chỉ thị 03, theo đó không chế mức trần cho vay đầu tư chứng khoán trên tổng dư nợ cho vay của các NHTM là 3%. Chỉ thị này đưa ra nhằm mục tiêu đảm bảo an toàn cho thị trường cũng như hoạt động của các ngân hàng. Tuy nhiên, việc đưa ra Chỉ thị 03 vào thời điểm không hợp lý đó tạo nên sự suy giảm của thị trường trong giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 8/2007. Trên thực tế, Chỉ thị 03 có tác động

không nhỏ đến thị trường, làm nguồn tiền của các nhà đầu tư sụt giảm và ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các NHTM. Việc áp dụng Chỉ thị 03 cũng làm cho hoạt động kinh doanh của các công ty chứng khoán gặp khó khăn và làm thị trường suy thoái trong tháng cuối năm. Việc NHNN ra chính sách một cách bất ngờ cho thấy tính khó dự báo của chính sách, và ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh tín dụng của các ngân hàng, đó làm ảnh hưởng đến nhà đầu tư cá nhân, làm thị trường suy thoái trong thời gian dài.

Trong thời gian tới, thị trường sẽ còn bị ảnh hưởng bởi những yếu tố tích cực và tiêu cực.

- *Thuận lợi:*

+ *Tăng trưởng GDP:* trong những năm trở lại đây, Việt Nam được đánh giá là một trong những nền kinh tế năng động nhất châu Á - Thái Bình Dương. Năm 2003: GDP tăng 7,23%; 2004: 7,7%; 2004: 7,7%; 2005: 8,4%; 2006: 8,2%. Năm 2007 là năm kinh tế Việt Nam tăng trưởng đạt mức cao, tăng trưởng GDP đạt 8,5%. Đây là mức tăng trưởng GDP cao nhất trong 10 năm qua. Các định chế tài chính hàng đầu như Ngân hàng Phát triển Châu Á dự đoán nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng và dự báo tăng trưởng GDP thực tế 8,5% năm 2008.

+ *Môi trường pháp lí:* Luật Chứng khoán có hiệu lực từ 01/01/2007 là đạo luật căn bản điều chỉnh hoạt động chứng khoán. Luật đầu tư có hiệu lực từ 01/07/2007 cũng nhấn mạnh về việc mở rộng đối với nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

+ *Môi trường chính trị:* được đánh giá ổn định và là thế mạnh đầu tiên khi nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường.

+ *Chính sách phát triển TTCKVN:* Bộ Tài chính đã ban hành quyết định số 898/QĐ-BTC ngày 20/02/2006 ban hành kế hoạch phát triển TTCKVN 2006 - 2010, trong đó có nhấn mạnh về việc chương trình hội nhập vốn ASEAN. Mục tiêu đưa ra phần đầu TTCK sẽ đóng góp 10 - 15% GDP, về dài hạn, phần đầu có doanh nghiệp tham gia danh sách 100 công ty niêm yết hàng đầu của các nước ASEAN.

+ *Chính sách thuế*: Nhà nước quyết định không thu thuế ngay đối với hoạt động chứng khoán mà đến năm 2009. Đây là thời gian ưu đãi đối với nhà đầu tư cá nhân.

- *Khó khăn*:

+ Khả năng thanh toán của thị trường rất thấp, giá trị giao dịch có dấu hiệu giảm yếu ớt.

+ Việc hạn chế nguồn vốn vay ngân hàng vào thị trường chứng khoán làm giảm sút khả năng đầu tư bán ra ồ ạt dẫn đến ảnh hưởng của thị trường.

+ Hơn thế nữa, giai đoạn này và sắp tới nguồn cung của thị trường liên tục dồi dào, trong khi đó các quỹ chưa được giải ngân, chênh lệch cung cầu là một yếu tố làm cho thị trường suy giảm.

Về tổng thể, trong thời gian tới, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ vượt qua những khó khăn để có những bước phát triển ổn định, là một kênh huy động vốn hiệu quả của nền kinh tế Việt Nam.

Biện pháp thắt chặt tiền tệ quá dồi dào

Đầu năm 2007 NHNN tăng gấp 2 lần tỷ lệ dự trữ bắt buộc, từ tháng 5 - 2007 ban hành Chỉ thị 03 khống chế dư nợ cho vay đầu tư chứng khoán không vượt quá 3% tổng dư nợ của mỗi NHTM,... theo hướng thắt chặt tiền tệ. Tiếp đến dồn dập trong tháng 2 và 3-2008, NHNN yêu cầu các NHTM phải thực hiện cùng một lúc 4 biện pháp được coi là cứng rắn:

Một là quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 10% lên 11%, mở rộng thêm phạm vi tiền gửi dự trữ bắt buộc và NH nông nghiệp & phát triển nông thôn cũng phải thực hiện tỷ lệ dự trữ bắt buộc mới.

Hai là ngày 15- 2-2008 NHNN công bố quyết định phát hành 20.300 tỷ đồng tín phiếu NHNN bắt buộc không được vay tái cấp vốn.

Ba là, từ tháng 2-2008, các loại lãi suất chủ đạo của NHNN tăng cao hơn trước. Theo đó, lãi suất cơ bản tăng từ 8,25%/năm lên 8,75%/năm; lãi suất tái cấp vốn tăng từ 6,5%/năm lên 7,5%/năm và lãi suất chiết khấu tăng từ 4,5%/năm lên 6,0%/năm.

Bốn là, NHNN ban hành Quyết định số 03/2008/QĐ-NHNN, ngày 1-2-2008 về sửa đổi Chỉ thị 03 về cho vay chứng khoán. Trái với mong đợi của

các NHTM, Quyết định 03 còn thắt chặt cho vay chứng khoán hơn so với Chỉ thị 03 trước đây.

Cùng với 4 quyết định nói trên được đưa ra đồng loạt với liều lượng lớn trong điều hành chính sách tiền tệ của NHNN thì NHNN còn hạn chế mua USD, làm cho tỷ giá xuống thấp, vốn VND khan hiếm. Đó là chưa kể trong năm 2007 tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã tăng gấp 2 lần. Đây là cách làm khác hẳn với kinh nghiệm của Trung Quốc.

NHNN cũng triển khai đợt thanh tra việc cho vay bất động sản và đầu tư chứng khoán, tín dụng tiêu dùng của hầu hết các NHTM, đặc biệt là các NHTM cổ phần có tốc độ tăng trưởng tín dụng quá nóng trong năm 2007... Qua thanh tra, hàng loạt hợp đồng tín dụng cho vay cầm cố chứng khoán, cổ phiếu đã bị NHNN yêu cầu các NHTM phải bổ sung thêm tài sản do giá cổ phiếu xuống quá thấp. Song do không có tài sản bổ sung nên NHTM bắt ép khách hàng bán tháo cổ phiếu, bán tháo chứng khoán để thanh lý hợp đồng tín dụng. Một khối lượng lớn tiền từ thị trường chứng khoán bị rút về ngân hàng thương mại.

Tác động không mong đợi

Hàng loạt biện pháp nói trên đã gây ra các tác động sốc và phản ứng tiêu cực tức thì của thị trường tiền tệ và hoạt động của NHTM, làm sụt giảm nghiêm trọng chỉ số trên thị trường chứng khoán. Thị trường tiền tệ nóng lên chưa từng thấy trong lịch sử nền kinh tế Việt Nam, vốn VND khan hiếm.

Song phản ứng hết sức đáng quan tâm là tác động đến tăng trưởng kinh tế. Bởi vì hiện nay hàng loạt NHTM hạn chế cho khách hàng vay vốn. Thậm chí do lo vấn đề thanh khoản, thực tế hiện nay một số NHTM đã hạn chế cho vay, tập trung thu nợ. Một số NHTM chỉ cho khách hàng truyền thống, cho dự án tốt vay vốn, còn không cho vay đối với khách hàng mới. Phần đông NHTM đã tăng lãi suất cho vay thêm 0,35% - 0,60%/tháng so với trước. Nhiều NHTM cho vay ngắn hạn VND với lãi suất 1,55% - 1,65%/tháng, lãi suất cho vay trung dài hạn lên tới 1,70% - 1,75%/tháng, nhưng không phải khách hàng nào cũng vay được. Thậm chí trong thời điểm từ đầu tháng 3-2008 đến nay nhiều chi nhánh NHTM tạm ngừng cho vay, tập trung thu nợ.

Một số NHTM cổ phần khác tăng lãi suất lên rất cao, ngắn hạn tới 1,95%/tháng, trung và dài hạn tới 2,0% - 2,05%/tháng. Với mức lãi suất đó chỉ có những khách hàng thực sự quá khó khăn, hoặc đầu tư mạo hiểm theo kiểu “ lướt sóng “ mua vàng mới dám vay, bởi vì hiếm có lĩnh vực sản xuất kinh doanh nào có mức lợi nhuận 24% - 26%/năm đủ để trả lãi ngân hàng.

Cũng do thắt chặt tiền tệ một cách dồn dập và quá mạnh, nên cũng tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Liên tục trong các phiên giao dịch từ trung tuần tháng 2-2008 đến đầu tháng 3-2008, thị trường chứng khoán điều chỉnh sâu. Ngày 5-3-2008, thị trường chứng khoán Việt Nam sụt giảm mạnh, chỉ số VN – Index xuống chỉ còn 583,4 điểm, chỉ số HASTC – Index chỉ còn 191,38 điểm. Nguyên nhân chủ yếu là nguồn vốn đầu tư chứng khoán không những bị chặn lại bởi quyết định 03 mà còn bị thu hút về ở mức độ rất lớn.

2.3.5.3. Dự báo hướng phát triển của thị trường chứng khoán

Thực tiễn TTCK luôn đặt ra yêu cầu mới cho sự phát triển ở một mức độ cao hơn, hội nhập quốc tế sâu rộng hơn. Mô hình TTGDCK trong thời kỳ đầu là một đơn vị sự nghiệp có thu, trực thuộc UBCKNN chỉ phù hợp khi chức năng quản lý thị trường cần được sự hỗ trợ của nhà nước, đến nay thị trường mở rộng hơn, phát sinh những vấn đề ngày càng phức tạp và đa dạng hơn, mô hình này ngày càng bộc lộ hạn chế do cơ chế quản lý hành chính, thiếu tính chủ động và hạn chế nguồn lực để phát triển. Sự tăng lên và lớn mạnh về số lượng, chất lượng và quy mô các Công ty NY, các Công ty CK thành viên, nhà đầu tư trong và ngoài nước cũng như các tổ chức có liên quan đòi hỏi SGDCK/TTGDCK hiện nay phải có sự đổi mới phù hợp về mô hình tổ chức, phương thức hoạt động, cơ cấu sở hữu, cơ chế tài chính... tạo điều kiện cho sự tham gia ngày càng rộng rãi của các thành viên thị trường vào việc tổ chức và điều hành TTCK vì những lợi ích của chính họ. Chính vì vậy, Luật chứng khoán do Quốc hội ban hành năm 2006, có hiệu lực từ ngày 1/1/2007 đã quy định SGDCK, TTGDCK được tổ chức dưới hình thức doanh nghiệp là Công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn (Công ty TNHH), độc lập và tự chủ về tài chính, có quyền chấp thuận niêm yết và

thành viên, được ban hành các quy chế hoạt động nghiệp vụ. Cơ cấu tổ chức, bộ máy quản lý và điều hành theo mô hình Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Ban Giám đốc và bộ máy giúp việc. Đây là một hướng đi phù hợp với quy luật phát triển của thị trường và thông lệ thế giới, đáp ứng được yêu cầu ngày càng cao về vận hành cũng như quản lý, giám sát hoạt động của TTCK. Ngày 28/8/2007 vừa qua, TTGDCK Tp. HCM đã chính thức chuyển đổi thành SGDCK, hoạt động dưới hình thức Công ty TNHH một thành viên do Nhà nước sở hữu.

Hiện nay, TTGDCK Hà Nội cũng đang gấp rút chuẩn bị để chuyển đổi theo mô hình doanh nghiệp trong năm 2008 và tạo các điều kiện cần thiết để tổ chức giao dịch chứng khoán chưa niêm yết theo quy định của Luật chứng khoán với mô hình và bước đi phù hợp tiến tới thu hẹp thị trường tự do không có sự quản lý, thiếu minh bạch và nhiều rủi ro đối với nhà đầu tư; tổ chức thị trường giao dịch trái phiếu chuyên biệt thúc đẩy huy động và luân chuyển vốn của Chính phủ và các định chế tài chính hiệu quả hơn với khối lượng ngày càng lớn hơn.

Nếu xét về mặt thời gian chúng ta thấy rằng quá trình phát triển của SGDCK/TTGDCK của Việt Nam thực sự thể hiện sự sáng tạo, mạnh dạn và đột phá của Nhà nước ta trên cơ sở thực tiễn của Việt Nam và bắt kịp với xu thế trên thế giới.

Cùng với quá trình chuyển đổi mô hình tổ chức, hoạt động cũng đặt ra yêu cầu đổi mới mô hình tổ chức thị trường, đổi mới công nghệ nhằm mục đích tạo thuận lợi và giảm thiểu chi phí tiếp cận thị trường của các tổ chức cung cấp dịch vụ và kinh doanh chứng khoán cũng như các nhà đầu tư.

2.4. Quá trình tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam

Việt Nam chính thức gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới WTO từ ngày 7/11/2006. Qua gần 2 năm thực hiện cam kết, Việt Nam đã đạt được một số thành tựu nhất định nhưng cũng gặp phải rất nhiều khó khăn, đặc biệt là các khó khăn về chính sách vĩ mô. Sau khi tìm hiểu quá trình tự do hóa trong WTO ở các nước láng giềng và rút ra một số bài học kinh nghiệm, phân tích

dưới đây tập trung tìm hiểu về thực trạng thực hiện cam kết tự do hóa tài chính theo WTO ở Việt Nam, trên cơ sở đó đề ra các giải pháp và các kiến nghị để Việt Nam hoàn thành lộ trình cam kết trên cơ sở phát triển thị trường dịch vụ tài chính một cách bền vững.

2.4.1. Tóm tắt các cam kết tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam

Về lĩnh vực ngân hàng

- Việt Nam chưa có cam kết đối với phương thức cung cấp qua biên giới và hiện diện thể nhân
- Việt Nam không hạn chế về phương thức tiêu dùng ngoài lãnh thổ
- Về hiện diện thương mại:
 - Ngân hàng thương mại nước ngoài được phép thành lập văn phòng đại diện, chi nhánh, ngân hàng thương mại liên doanh với phần vốn góp không quá 50% vốn điều lệ, công ty liên doanh cho thuê tài chính, công ty tài chính liên doanh, công ty tài chính 100% vốn ĐTNN, và từ ngày 1/4/2007 được phép thành lập ngân hàng 100% vốn ĐTNN. Công ty tài chính nước ngoài được phép thành lập văn phòng đại diện, công ty tài chính liên doanh, công ty tài chính 100% vốn đầu tư nước ngoài, công ty liên doanh cho thuê tài chính, công ty cho thuê tài chính 100% vốn ĐTNN. Công ty cho thuê tài chính nước ngoài được phép thành lập văn phòng đại diện, công ty liên doanh cho thuê tài chính, công ty cho thuê tài chính 100% vốn ĐTNN.
 - Việt Nam đưa ra các điều kiện đối với việc thành lập chi nhánh ngân hàng nước ngoài (ngân hàng mẹ có tổng tài sản có trên 20 tỷ đôla Mỹ vào cuối năm trước thời điểm nộp đơn), ngân hàng liên doanh hoặc 100% vốn nước ngoài (ngân hàng mẹ có tổng tài sản có trên 10 tỷ đôla Mỹ vào cuối năm trước thời điểm nộp đơn) và công ty tài chính 100% vốn nước ngoài (công ty mẹ có tổng tài sản có trên 10 tỷ đôla Mỹ vào cuối năm trước thời điểm nộp đơn)

- Nhà đầu tư nước ngoài được mua không quá 30% cổ phần trong các ngân hàng hoặc công ty tài chính Việt Nam;
- Chi nhánh NHTM nước ngoài không được mở các điểm giao dịch ngoài văn phòng chi nhánh. Từ thời điểm Việt Nam gia nhập WTO, các tổ chức tín dụng nước ngoài được phép phát hành thẻ tín dụng trên cơ sở đối xử quốc gia.
- Trong vòng 5 năm kể từ ngày gia nhập WTO, Việt Nam có thể hạn chế quyền của một chi nhánh ngân hàng nước ngoài được nhận tiền gửi bằng Đồng Việt Nam từ các thẻ nhân Việt Nam mà ngân hàng không có quan hệ tín dụng theo mức vốn mà ngân hàng mẹ cấp cho chi nhánh phù hợp với lộ trình sau:
 - Ngày 1 tháng 1 năm 2007: 650% vốn pháp định được cấp;
 - Ngày 1 tháng 1 năm 2008: 800% vốn pháp định được cấp;
 - Ngày 1 tháng 1 năm 2009: 900% vốn pháp định được cấp;
 - Ngày 1 tháng 1 năm 2010: 1000% vốn pháp định được cấp;
 - Ngày 1 tháng 1 năm 2011: Đối xử quốc gia đầy đủ.

Về lĩnh vực bảo hiểm

- Các dịch vụ bảo hiểm được cam kết mở cửa gồm: dịch vụ bảo hiểm trực tiếp (bảo hiểm nhân thọ, trừ bảo hiểm y tế); bảo hiểm phi nhân thọ; dịch vụ tái, nhượng bảo hiểm; dịch vụ trung gian bảo hiểm (môi giới, đại lý); các dịch vụ hỗ trợ bảo hiểm (tư vấn, đánh giá rủi ro và giải quyết khiếu nại).
- Ngay từ thời điểm gia nhập, các doanh nghiệp bảo hiểm liên doanh và bảo hiểm nhân thọ không bị hạn chế về đãi ngộ quốc gia.
- Không áp dụng hạn chế về tiếp cận thị trường, trừ việc từ ngày 1/1/2008, doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài được kinh doanh các dịch vụ bảo hiểm bắt buộc như bảo hiểm trách nhiệm dân sự của chủ xe cơ giới đối với người thứ ba, bảo hiểm xây dựng lắp đặt, bảo hiểm công trình dầu khí và các công trình dễ gây nguy hiểm đến an ninh cộng đồng và môi trường.

- Các hãng bảo hiểm nước ngoài được tham gia thị trường Việt Nam qua phương thức “cung cấp qua biên giới”. Cụ thể, các công ty bảo hiểm nước ngoài được cung cấp dịch vụ bảo hiểm cho các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, người nước ngoài làm việc tại Việt Nam; được cung cấp dịch vụ tái bảo hiểm, môi giới bảo hiểm và môi giới tái bảo hiểm, dịch vụ tư vấn, tính toán, đánh giá rủi ro và giải quyết bồi thường. Riêng dịch vụ bảo hiểm vận tải quốc tế, các hãng bảo hiểm nước ngoài được tham gia bảo hiểm cho các rủi ro liên quan đến vận tải biển quốc tế, vận tải hàng không thương mại quốc tế và bảo hiểm hàng hóa đang vận chuyển quá cảnh quốc tế.
- Sau 5 năm gia nhập, doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài sẽ được phép thành lập các chi nhánh bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam.
- Việt Nam không có cam kết về hiện diện thể nhân

Về lĩnh vực chứng khoán

- Việt Nam chưa có cam kết đối với phương thức cung cấp qua biên giới và hiện diện thể nhân
- Việt Nam không hạn chế về phương thức tiêu dùng ngoài lãnh thổ
- Về hiện diện thương mại:
 - Ngay khi Việt Nam gia nhập WTO, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài được phép được thành lập văn phòng đại diện và công ty liên doanh với đối tác Việt Nam. Tỷ lệ vốn góp của phía nước ngoài trong liên doanh đó không vượt quá 49%.
 - Sau 5 năm kể từ khi gia nhập, cho phép thành lập doanh nghiệp chứng khoán 100% vốn đầu tư nước ngoài.
 - Sau 5 năm kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài sẽ được thành lập chi nhánh.
 - Ngay từ khi gia nhập, các công ty chứng khoán nước ngoài được hưởng đầy đủ chế độ đãi ngộ tối huệ quốc.

2.4.2. Đánh giá mức độ tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam

Xét về mặt nội dung cam kết, Việt Nam cam kết nhiều theo phương thức 3 hơn so với phương thức 1. Việt Nam hầu như chưa cam kết theo phương thức 4.

Định lượng mức độ cam kết, từ biểu cam kết gia nhập WTO của Việt Nam về dịch vụ tài chính, áp dụng công thức 1.1, người viết tính toán chỉ số tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam như sau:

Bảng 2.4 Mức độ cam kết tự do hoá tài chính trong WTO của Việt Nam

Ngân hàng		Bảo hiểm	
Dịch vụ liên quan đến tiền gửi	Dịch vụ liên quan đến cho vay	Bảo hiểm nhân thọ	Bảo hiểm phi nhân thọ
0.455	0.425	0.940	0.652

Từ bảng 2.4, có thể nhận định rằng, mức độ tự do hóa của Việt Nam là tương đối cao. Đặc biệt trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ, Việt Nam duy trì rất ít hạn chế đối với bên ngoài (chỉ số tự do hóa đối với bảo hiểm nhân thọ ước tính đạt 0.94). Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ cũng mở cửa mạnh với chỉ số lượng hóa ước đạt khoảng 0.652. Trong lĩnh vực ngân hàng, mức độ cam kết tự do hóa thấp hơn nhưng vẫn tương đối cao (chỉ số tự do hóa dịch vụ ngân hàng liên quan đến cho vay đạt 0.425 còn chỉ số tự do hóa dịch vụ ngân hàng liên quan đến tiền gửi đạt 0.425). So sánh với các nước trong khu vực như Hàn Quốc, Thái Lan hay Malaysia, mức độ cam kết của Việt Nam là rất cao.

2.4.3. Thành tựu và hạn chế trong quá trình tự do hóa theo WTO của Việt Nam

2.4.3.1 Những thành công

Thứ nhất, Việt Nam tiến hành cam kết tự do hóa tài chính theo chủ trương thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng cường hiện diện thương mại nước ngoài tại Việt Nam nhằm nâng cao năng lực của các định chế tài chính trong nước (thông qua tranh thủ vốn, kỹ năng quản lý và tổ chức

của các tổ chức tài chính nước ngoài) và phát triển từng bước thị trường tài chính. Ngay trong biểu cam kết, Việt Nam đã nhấn mạnh việc áp dụng các biện pháp thận trọng để thực hiện cam kết sao cho phù hợp với sự phát triển thực tế của đất nước, tránh tình trạng cạnh tranh quá mức từ các định chế tài chính bên ngoài hoặc tình trạng lợi bất cập hại đã từng xảy ra trong tự do hóa tài chính theo WTO của nhiều nước. Như vậy, mặt thành công đầu tiên là ***Việt Nam đã có định hướng đúng đắn trong việc đưa ra các cam kết***, tránh được những vết xe đổ của các nước láng giềng trong việc tự do hóa quá sớm tài khoản vốn.

Thứ hai, Việt Nam đã có những ***cải cách cơ bản về pháp luật phù hợp với quy tắc của WTO*** tạo điều kiện và khuyến khích sự gia nhập thị trường của các tổ chức tài chính nước ngoài. Một ví dụ điển hình là về việc cấp giấy phép thành lập và hoạt động ngân hàng. Thủ tục, hồ sơ và giấy tờ cấp phép được đơn giản hóa. Nhiều hoạt động ngân hàng đã được NHNN nói lỏng hoặc bãi bỏ giấy phép, nhất là đối với các giao dịch ngoại hối qua biên giới (giấy phép kinh doanh vàng, giao dịch vãng lai và giao dịch vốn được nói lỏng – vay ngắn hạn nước ngoài không phải xin phép NHNN, vay trung – dài hạn nước ngoài đăng ký qua NHNN...). Chính sách một cửa giao dịch – một dấu trong cấp phép đã được NHNN từng bước áp dụng để tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý của NHNN và các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động tiền tệ, ngân hàng. Thời gian cấp phép cũng cần được rút ngắn hơn và qui định rõ ràng. Những cải cách hành chính trong lĩnh vực cấp phép của NHNN đã có tác dụng quan trọng trong việc góp phần bảo đảm an toàn hoạt động tiền tệ - ngân hàng, đẩy mạnh hội nhập quốc tế trong lĩnh vực ngân hàng, trước hết là thực hiện các cam kết quốc tế theo WTO, hiệp định AFTA... thông qua việc loại bỏ dần những thủ tục hành chính không cần thiết, những rào cản thị trường nhằm nâng cao quyền tiếp cận bình đẳng thị trường tài chính ngân hàng và đối xử công bằng đối với các nhà cung cấp dịch vụ ngân hàng (trong nước và nước ngoài). Những cải cách hành chính trong hoạt động cấp phép

của NHNN thực sự có tác dụng cải thiện môi trường đầu tư và kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng và nền kinh tế nói chung, khuyến khích các nhà đầu tư, đặc biệt là các TCTD nước ngoài gia nhập thị trường tiền tệ - ngân hàng Việt Nam. Hoạt động cấp phép đã góp phần chọn lọc những tổ chức, cá nhân đáp ứng được các tiêu chuẩn về an toàn và năng lực hoạt động để tham gia cung ứng dịch vụ ngân hàng. Nhờ đó, mà góp phần nâng cao mức độ an toàn và hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng, đồng thời hỗ trợ cho hoạt động thanh tra, giám sát ngân hàng có hiệu quả hơn.

Thứ ba, Việt Nam đã vận dụng được quy tắc thận trọng khi đưa ra cam kết về dịch vụ tài chính trong WTO. Do vậy, mặc dù cam kết tương đối mạnh, hiện nay Việt Nam vẫn duy trì được một số hạn chế làm giảm khả năng tiếp cận thị trường dịch vụ ngân hàng của các TCTD nước ngoài nhằm bảo hộ các TCTD trong nước như: hạn chế về huy động vốn VND, hạn chế về mở chi nhánh và điểm giao dịch, kể cả đặt máy ATM ngoài trụ sở chi nhánh đối với ngân hàng nước ngoài, hạn chế về nhận thế chấp quyền sử dụng đất đối với ngân hàng nước ngoài, hạn chế về tỷ lệ góp vốn hoặc mua cổ phần trong các TCTD của Việt Nam (theo Nghị định số 22/2006/NĐ-CP ngày 28/2/2006, bên nước ngoài trong các ngân hàng liên doanh chỉ được nắm giữ không quá 50% vốn điều lệ của ngân hàng liên doanh).

2.4.3.2 Những vấn đề đặt ra đối với Việt Nam trong quá trình thực hiện tự do hóa tài chính theo WTO

Thứ nhất, Việt Nam cần tiếp tục ***hoàn thiện hơn nữa pháp luật về tài chính*** nhằm tạo điều kiện thực hiện cam kết một cách dễ dàng hơn. Mặc dù đã có một quá trình hoàn thiện sửa đổi chính sách ngân hàng cho phù hợp với thông lệ quốc tế và những cam kết hội nhập nhưng hệ thống pháp luật về dịch vụ tài chính hiện tại còn thiếu, chưa đồng bộ và có nhiều điểm chưa phù hợp với thông lệ quốc tế. Ví dụ, hoạt động cấp phép của NHNN, mặc dù có những cải cách quan trọng, vẫn còn một số tồn tại như vẫn còn tồn tại nhiều loại giấy phép con; vẫn tập trung quá mức việc cấp phép tại NHNN nhưng lại ủy nhiệm

cho nhiều vụ, cục, đơn vị tiếp nhận, xem xét và xử lý các đề nghị cấp phép, vì vậy điều này gây khó khăn cho người có đề nghị xin phép. Trong khi đó, sự phối hợp giữa các đơn vị có chức năng cấp phép với thanh tra ngân hàng trong quá trình cấp phép lỏng lẻo (không có qui định quan hệ phối hợp xử lý và trao đổi thông tin).

Thứ hai, Việt Nam chưa có một cơ chế giám sát tài chính hữu hiệu.

Trong lĩnh vực ngân hàng, mặc dù NHNN đã ban hành được một số qui định quan trọng về an toàn hoạt động ngân hàng như: tỷ lệ an toàn vốn, phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro, quản lý rủi ro thanh khoản..., tuy nhiên hệ thống qui chế quản lý và giám sát ngân hàng chưa có sự cải thiện căn bản và còn thua kém xa so với thông lệ, chuẩn mực quốc tế; chưa thúc đẩy các TCTD nâng cao năng lực quản trị rủi ro. Phương thức giám sát chưa có khả năng đánh giá, cảnh báo sớm rủi ro. Hệ thống pháp luật giám sát ngân hàng còn bất cập so với yêu cầu triển khai phương thức giám sát dựa trên cơ sở rủi ro. Theo kết quả khảo sát do Công ty Tư vấn Ernst & Young tiến hành năm 2006 để đánh giá mức độ tuân thủ các nguyên tắc cơ bản về giám sát ngân hàng hữu hiệu của Ủy ban Giám sát ngân hàng quốc tế Basel, có 9/25 nguyên tắc phần lớn không tuân thủ, 1/25 nguyên tắc tuân thủ, 2/25 nguyên tắc không thực hiện phần lớn và 3/25 nguyên tắc không áp dụng. Trong đó, hầu hết các nguyên tắc liên quan đến điều kiện tiên quyết bảo đảm giám sát ngân hàng hữu hiệu (mục tiêu, nhiệm vụ, tính độc lập, khung pháp lý, quyền lực, hệ thống thông tin của cơ quan giám sát ngân hàng), cấp phép và chấp thuận thay đổi cấu trúc ngân hàng, các qui định an toàn hoạt động, phương pháp giám sát ngân hàng liên tục được đánh giá là phần lớn không tuân thủ.

Hiện nay, rất nhiều cơ quan quản lý và giám sát ngân hàng ở các nước đang phát triển đã thực hiện chuẩn mực vốn của Hiệp ước vốn Basel I và sẵn sàng triển khai Basel II trước năm 2010 (Trung Quốc tới năm 2010). Trong khi đó, Việt Nam mới thực hiện một phần (rủi ro tín dụng) và dự kiến đến

năm 2010, thực hiện đầy đủ Basel I. Vì vậy, ***xây dựng một cơ chế giám sát theo chuẩn mực quốc tế là một yêu cầu cấp bách.***

Thứ ba, Việt Nam cần thận trọng khi tiếp tục tự do hóa tài khoản vốn.

Hiện nay, Việt Nam có nhiều điểm giống các nước bị khủng hoảng tài chính khi tự do hóa tài khoản vốn, như có lạm phát tương đối cao (8%-13% trong mấy năm gần đây), lãi suất danh nghĩa VND cao, dự trữ ngoại hối còn hạn hẹp, thâm hụt tài khoản vãng lai kinh niên, và nợ nước ngoài tương đối lớn, đặc biệt hệ thống tài chính còn rất yếu kém, với tỷ lệ nợ xấu cao, rủi ro hệ thống lớn, thông lệ cho vay bất cần, chế độ quản trị ngân hàng còn yếu kém, và cơ chế tỷ giá còn cứng nhắc... Với những đặc điểm này, có thể thấy rằng các điều kiện tiền đề cho tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam một cách an toàn là chưa tồn tại hoặc chưa đầy đủ, nhất là những điều kiện tiền đề về nền kinh tế vĩ mô lành mạnh, cũng như một hệ thống tài chính và hạ tầng cơ sở giám sát vững chắc. Nghiên cứu mô hình tự do hóa của các nước có thể thấy rằng để tự do hóa tài khoản vốn Việt Nam cần cải cách sâu rộng và đồng bộ trên nhiều mặt của nền kinh tế vĩ mô.

Thứ tư, khả năng quản lý điều hành kinh tế vĩ mô của Việt Nam còn yếu kém, đặc biệt công tác dự báo chính sách còn chưa được coi trọng và không hiệu quả, gây tình trạng lúng túng, chông chéo, bị động trong điều tiết vĩ mô khi có những nhân tố bất thường tác động vào nền kinh tế, thậm chí làm trầm trọng hơn các sai lầm và tạo ra sự thiếu ổn định trong kinh tế vĩ mô. Công tác điều hành vĩ mô của chính phủ trong thời gian qua là một minh chứng rõ ràng về điều này. Lạm phát tăng cao không kiểm soát được, có tình trạng đầu cơ đẩy giá tăng cao một cách giả tạo, thị trường chứng khoán ảm đạm, tỷ giá biến động không ổn định, nhập siêu tăng cao... Một trong những nguyên nhân chính đó là do công tác dự báo chưa tốt khiến ‘mất bò mới lo làm chuồng’ và khả năng phối hợp giữa các cơ quan chức năng không nhịp nhàng.

CHƯƠNG 3: KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HÀN QUỐC

Kể từ đầu những năm 1990, hệ thống tài chính Hàn Quốc đã được cải tổ mạnh mẽ theo hướng tự do hóa và mở cửa thị trường tài chính. Cuộc Khủng hoảng Tài chính năm 1997 đã góp phần thúc đẩy quá trình cải cách hệ thống tài chính Hàn Quốc một cách mạnh mẽ hơn bao giờ hết. Trong cơn bão cải tổ hệ thống, các định chế tài chính yếu kém đã buộc phải rời bỏ thị trường và hàng loạt các biện pháp thiết lập kỷ luật tài chính và giám sát thị trường đã được thực hiện nhằm xây dựng một hệ thống tài chính ổn định cho Hàn Quốc. Hệ thống tài chính Hàn Quốc đã phát triển từ sơ khai tới hoàn chỉnh và ngày càng được tổ chức chặt chẽ hoàn thiện hơn, có thể là mô hình để Việt Nam nghiên cứu và ứng dụng vào phát triển thị trường tài chính non trẻ ở Việt Nam.

3.1. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc

3.1.1. Tổng lược về hệ thống các tổ chức tài chính của Hàn Quốc

Hệ thống các tổ chức tài chính hiện đại của Hàn Quốc được xây dựng từ đầu những năm 1950 trên cơ sở Luật Ngân hàng và Luật Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc. Các ngân hàng chuyên doanh được thành lập trong những năm 1960 và hầu hết các định chế phi ngân hàng khác được thành lập trong những năm 1970. Trong những năm đầu tiên của thập kỷ 1980, rất nhiều ngân hàng thương mại và các định chế tài chính phi ngân hàng được thành lập theo sau chính sách dịch chuyển từ kiểm soát nhà nước sang định hướng thị trường của Hàn Quốc. Kể từ sau cuộc Khủng hoảng Tài chính năm 1997, hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc đã được cải tổ mạnh mẽ.

Ngân hàng trung ương của Hàn Quốc, Ngân hàng Hàn Quốc, đã được tách ra khỏi hệ thống ngân hàng thương mại từ đầu những năm 1950. Kể từ khi hệ thống ngân hàng hai cấp được thiết lập, hàng loạt các định chế tài chính (ngân hàng và phi ngân hàng) đã ra đời và phát triển. Cho đến nay, hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc có thể được chia thành 7 loại cơ bản: i) ngân hàng trung ương; ii) các định chế ngân hàng bao gồm ngân hàng thương

mại và ngân hàng chuyên doanh; iii) các định chế tiền gửi phi ngân hàng bao gồm các công ty ngân hàng bán buôn, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, và các tổ chức tín dụng khác; iv) các công ty chứng khoán; v) các định chế bảo hiểm; vi) các định chế tài chính khác; và vii) các hệ thống các tổ chức tài chính hỗ trợ.

Hình 3.1. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc



Nguồn: Ngân hàng Hàn Quốc

Trong các phần tiếp theo, báo cáo sẽ giới thiệu chức năng của từng loại định chế tài chính trong hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc

3.1.1.1. Ngân hàng Hàn Quốc

Ngân hàng Hàn Quốc được thành lập ngày 12/06/1950 theo Luật Ngân hàng Hàn Quốc. Khi thành lập, Ngân hàng Hàn Quốc có vốn điều lệ là 1,5 tỷ uôn, 100% thuộc sở hữu nhà nước. Luật Ngân hàng Hàn Quốc sửa đổi năm 1962 qui định Ngân hàng Hàn Quốc là một pháp nhân không vốn đặc biệt.

Theo Luật Ngân hàng Hàn Quốc, Ngân hàng Hàn Quốc có nhiệm vụ duy trì ổn định giá cả và phối hợp cùng với Chính phủ để lập kế hoạch hoạt động và thi hành chính sách tiền tệ. Kể từ năm 1998, Hàn Quốc thực hiện giám sát hợp nhất hệ thống ngân hàng, chứng khoán, và bảo hiểm. Vì vậy, chức năng giám sát hệ thống tài chính của Ngân hàng Hàn Quốc được tách ra khỏi hoạt động của Ngân hàng Hàn Quốc và hiện nay Ngân hàng Hàn Quốc chỉ thực hiện việc giám sát gián tiếp một cách hạn chế đối với hệ thống tài chính.

Cơ cấu tổ chức của Ngân hàng Hàn Quốc bao gồm một cơ quan quyền lực tối cao là Ủy ban Chính sách Tiền tệ; Ban điều hành; và hệ thống kiểm toán. Ủy ban Chính sách Tiền tệ của Ngân hàng Hàn Quốc bao gồm 7 thành viên do Tổng Thống bổ nhiệm bao gồm Thống đốc, Phó Thống đốc thứ nhất, và 5 thành viên do Bộ Tài chính và Kinh tế Hàn Quốc, Thống đốc Ngân hàng Hàn Quốc, Chủ tịch Ủy ban Giám sát Tài chính, Chủ tịch Phòng Thương mại và Công nghiệp Hàn Quốc, và Chủ tịch Hiệp hội Ngân hàng Hàn Quốc tiến cử. Ban điều hành bao gồm Thống đốc do Tổng thống bổ nhiệm, Phó Thống đốc thứ nhất do Thống đốc tiến cử và Tổng thống bổ nhiệm, 5 phó thống đốc khác do Thống đốc bổ nhiệm, và các vụ chuyên môn cùng với chi nhánh và văn phòng đại diện. Hệ thống Kiểm toán bao gồm Tổng kiểm toán do Tổng thống bổ nhiệm và vụ kiểm toán có chức năng giám sát hoạt động của Ban điều hành.

Ngân hàng Hàn Quốc thực hiện các chức năng của một ngân hàng trung ương bao gồm: i) phát hành tiền và xu; ii) xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ thông qua các công cụ cho vay và tái chiết khấu, hoạt động của thị trường mở, và thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc; cùng với việc sử dụng các công cụ hành chính như thay đổi lãi suất trần tiết kiệm và cho vay của ngân hàng, qui định trần tín dụng khi có dấu hiệu mở rộng tiền tệ mạnh mẽ; iii) đóng vai trò ngân hàng của các ngân hàng trong hoạt động cho vay và tái chiết khấu, nhận tiền gửi của các ngân hàng, tiến hành các hoạt động tín dụng tạm thời

trong trường hợp khẩn cấp với vai trò người cho vay viện tới cuối cùng; iv) đóng vai trò ngân hàng của chính phủ trong hoạt động nhận và giải ngân các nguồn quỹ kho bạc, cho chính phủ vay; phát hành, bán, và hoàn trả các chứng khoán của chính phủ; v) phát triển và quản lý hệ thống thanh toán bao gồm cả thanh toán trực tuyến; vi) quản lý dự trữ ngoại hối chính thức; vii) thực hiện một số chức năng giám sát ngân hàng cùng với Sở Giám sát Tài chính (Financial Supervisory Service - FSS); viii) thu thập số liệu và tiến hành nghiên cứu kinh tế.

3.1.1.2. Các định chế Ngân hàng

Tính tới tháng 06/2006 hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc bao gồm 7 ngân hàng quốc gia (Ngân hàng Woori, Ngân hàng SC First, Ngân hàng Hana, Ngân hàng Ngoại hối Hàn Quốc, Ngân hàng Citi Hàn Quốc, Ngân hàng Kookmin) với hệ thống chi nhánh toàn quốc và phục vụ dịch vụ tài chính dài hạn cũng như ngắn hạn; 6 Ngân hàng địa phương (Daegu, Pusan, Kwangju, Jeju, Jeonbuk, Kyongnam) với hệ thống chi nhánh giới hạn trong một tỉnh thành và phục vụ chủ yếu cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ; và 36 chi nhánh ngân hàng nước ngoài tập trung chủ yếu vào nghiệp vụ ngân hàng bán buôn mặc dù gần đây hoạt động ngân hàng bán lẻ cũng đã được củng cố.

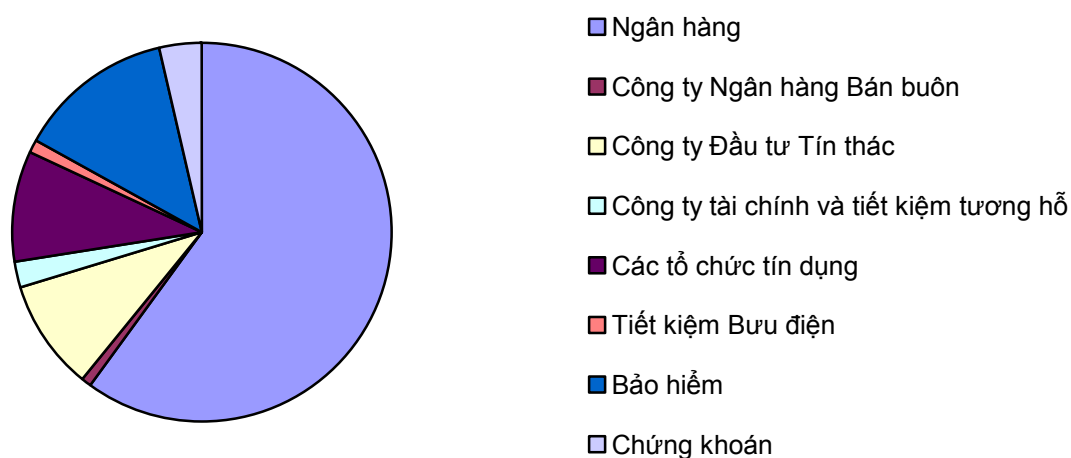
Bên cạnh hệ thống ngân hàng thương mại, Hàn Quốc còn có 5 ngân hàng chuyên doanh: i) Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc đóng vai trò tài trợ vốn cho các ngành công nghiệp chủ chốt và thúc đẩy sự phát triển của các ngành công nghiệp và của toàn bộ nền kinh tế; ii) Ngân hàng Xuất Nhập khẩu Hàn Quốc đóng vai trò hỗ trợ cho các giao dịch xuất nhập khẩu, các dự án đầu tư ở nước ngoài, và triển khai các dự án khai thác tài nguyên ở nước ngoài; iii) Ngân hàng Công nghiệp Hàn Quốc đóng vai trò tài trợ vốn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ; iv) Hiệp hội các hợp tác xã tín dụng và ngân hàng nông nghiệp quốc gia tài trợ cho các hoạt động trồng trọt, chăn nuôi, và ngư nghiệp; và v) Hiệp hội Quốc gia các hợp tác xã ngư nghiệp cung cấp các khoản vay ngư nghiệp. Các ngân hàng chuyên doanh tập trung vào lĩnh vực kinh doanh theo qui định và chủ yếu sử dụng nguồn vốn huy động từ tiền gửi tiết kiệm.

3.1.1.3. Các định chế tài chính phi ngân hàng

Các định chế tài chính phi ngân hàng ở Hàn Quốc có thể được chia theo hoạt động kinh doanh thành 5 loại bao gồm: i) các định chế tiền gửi phi ngân hàng; ii) các công ty kinh doanh chứng khoán; iii) các định chế bảo hiểm; iv) các định chế tài chính khác; v) các định chế tài chính hỗ trợ.

Các định chế tiền gửi phi ngân hàng bao gồm các công ty ngân hàng bán buôn, các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, và các tổ chức tín dụng khác. Công ty ngân hàng bán buôn là các công ty tài chính có thể tham gia cung cấp hầu hết các dịch vụ kinh doanh tài chính trừ bảo hiểm. Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ chuyên huy động tiền gửi và cho công chúng và các doanh nghiệp nhỏ vay. Các tổ chức tín dụng là các hiệp hội tín dụng, tiện ích tín dụng tương hỗ, và hợp tác xã tín dụng cộng đồng nhằm huy động tiền gửi và cho vay tín dụng giữa các thành viên của các tổ chức này. Hệ thống tiết kiệm bưu điện là một định chế tài chính công cộng hoạt động thông qua mạng lưới bưu điện trên toàn quốc.

Hình 3.2. Cơ cấu tổng tài sản của các định chế tài chính Hàn Quốc



Nguồn: Ngân hàng Hàn Quốc

Ngoài các định chế tiền gửi phi ngân hàng, các định chế tài chính phi ngân hàng còn bao gồm các công ty kinh doanh chứng khoán, các định chế bảo hiểm, và các định chế tài chính khác. Các công ty kinh doanh chứng khoán bao gồm các công ty chứng khoán thực hiện hoạt động môi giới và tự doanh chứng khoán, các công ty quản lý tài sản bao gồm cả các công ty đầu tư chứng khoán tín thác, công ty tư vấn đầu tư, công ty tài chính chứng khoán và công ty chuyên doanh hợp đồng tương lai. Các định chế bảo hiểm bao gồm

các công ty bảo hiểm nhân thọ, các công ty bảo hiểm phi nhân thọ, các công ty bảo hiểm bưu điện, và các quỹ hưu trí. Bên cạnh đó còn có các định chế tài chính khác bao gồm các công ty tài chính chuyên doanh tín dụng, các công ty đầu tư mạo hiểm, các công ty tín thác.

Các định chế tài chính hỗ trợ bao gồm Sở Giám sát Tài chính (Financial Supervisory Service), định chế bảo hiểm tiền gửi (Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Hàn Quốc), Tổ chức thanh toán bù trừ và viễn thông tài chính, các định chế bảo lãnh thanh toán, các công ty định mức tín nhiệm, v.v. Tính đến tháng 06/2006, xét trên qui mô tổng tài sản của các định chế tài chính Hàn Quốc thì ngân hàng chiếm 60,1% thị phần, các định chế bảo hiểm chiếm 13,2% thị phần, các công ty đầu tư tín thác và các tổ chức tín dụng cùng chiếm 9,5% thị phần, các công ty chứng khoán chiếm 3,7% thị phần, tiết kiệm bưu điện chiếm 1,2% thị phần và công ty ngân hàng bán buôn chiếm 0,7% thị phần tổng tài sản.

3.1.1.4. Những cải cách gần đây trong hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc

Trước năm 1990, hệ thống các tổ chức tài chính chịu kiểm soát chặt chẽ bởi chính phủ Hàn Quốc với mục tiêu tập trung mọi nguồn lực tài chính cho phát triển công nghiệp và tăng trưởng kinh tế. Những yếu kém của hệ thống các tổ chức tài chính nảy sinh trong thời kỳ này là đặc biệt nghiêm trọng do hệ thống các tổ chức tài chính không hoạt động dựa trên cơ sở tín hiệu giá cả thị trường. Mặc dù Hàn Quốc đã tiến hành tự do hóa và mở cửa thị trường tài chính vào đầu những năm 1990, quá trình cải cách không giải quyết được những yếu kém có tính chất hệ thống trong thời kỳ trước, hậu quả của một thời kỳ hoạt động với chi phí tài chính lớn và hiệu quả kinh doanh thấp để thực hiện các mục tiêu phát triển công nghiệp và tăng trưởng kinh tế.

Sự sụp đổ của hàng loạt các công ty lớn trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 đã làm nợ xấu tăng nghiêm trọng trong hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc, đe dọa sự lành mạnh và phát triển bền vững của cả hệ thống. Hiệu ứng tâm lý lan truyền của các nhà đầu tư nước ngoài trước diễn biến phức tạp của cuộc khủng hoảng tài chính ở Đông Nam Á đã có tác động lớn tới hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc khi các nhà đầu tư nước ngoài đồng loạt rút vốn, đặc biệt là các khoản đầu tư gián tiếp. Hệ thống các

tổ chức tài chính Hàn Quốc rơi vào khủng hoảng và chính phủ phải viện tới hỗ trợ của IMF với điều kiện cải cách kinh tế và tái cấu trúc triệt để hệ thống các tổ chức tài chính tập trung vào ổn định kinh tế vĩ mô, tái cấu trúc các doanh nghiệp lớn và cải cách hệ thống các tổ chức tài chính, cũng như thị trường lao động. Các cải cách trong lĩnh vực tài chính tập trung vào xóa bỏ các định chế tín dụng yếu kém, giải quyết nợ xấu, tăng cường các qui định giám sát thận trọng hệ thống các tổ chức tài chính, tăng cường minh bạch hóa thông tin, và tăng cường các qui định quản trị doanh nghiệp tài chính.

Kết quả của quá trình cải cách là Hàn Quốc đã đi một bước dài trong quá trình chuyển đổi từ hệ thống các tổ chức tài chính chịu sự kiểm soát cao độ của chính phủ sang một hệ thống các tổ chức tài chính tự do, mở cửa, hoạt động theo định hướng thị trường với sự giám sát chặt chẽ của chính phủ để đảm bảo công bằng, minh bạch, và hiệu quả của hệ thống các tổ chức tài chính.

3.1.2. Hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc:

3.1.2.1. Quá trình tích hợp hệ thống giám sát thị trường tài chính của Hàn Quốc

Đầu năm 1997, chính phủ thành lập Ủy ban của Tổng thống về Cải cách Tài chính để nghiên cứu tiền khả thi và đề xuất phương án hợp nhất cơ quan giám sát hệ thống tài chính. Trên cơ sở đề xuất của Ủy ban này, chính phủ đã đề xuất sáp nhập bốn cơ quan giám sát thị trường tài chính của Hàn Quốc là Văn phòng Giám sát Ngân hàng (Office of Bank Supervision-OBS), Ban Giám sát Chứng khoán (Securities Supervisory Board - SSB), Ban Giám sát Bảo hiểm (the Insurance Supervisory Board - ISB), và Cơ quan Giám sát Phi Ngân hàng (the Non-bank Supervisory Authority - NSA) thành một cơ quan giám sát hệ thống tài chính duy nhất.

Ngày 01/04/1998, Ủy ban Giám sát Tài chính ra đời đánh dấu sự hợp nhất của các cơ quan giám sát thị trường tài chính Hàn Quốc. Cùng với quá trình tái cấu trúc lại hệ thống giám sát thị trường, Ủy ban Chứng khoán và Sở Giao dịch được giải thể và chuyển thành Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng tương lai hoạt động trong Ủy ban Giám sát Tài chính để theo dõi các vấn đề liên quan tới chứng khoán và hợp đồng tương lai. Ngày 1/1/1999, bốn cơ quan giám sát thị trường tài chính của Hàn Quốc là Văn phòng Giám sát Ngân hàng (Office of Bank Supervision-OBS), Ban Giám sát Chứng khoán (Securities Supervisory Board - SSB), Ban Giám sát Bảo hiểm (the Insurance

Supervisory Board - ISB), và Cơ quan Giám sát Phi Ngân hàng (the Non-bank Supervisory Authority - NSA) được sáp nhập thành một cơ quan duy nhất Sở Giám sát Tài chính (Financial Supervisory Service FSS) là cơ quan điều hành của Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC). Ngay sau khi thành lập, Ủy ban Giám sát Tài chính đã ngay lập tức thực hiện nhiệm vụ tái cấu trúc các tập đoàn kinh tế lớn (được biết tới là các chaebols) và tiến hành cải cách hệ thống tài chính quốc gia, thiết lập lại sự ổn định tài chính của Hàn Quốc sau khủng hoảng tài chính 1997-1998.

3.1.2.2. Cơ cấu tổ chức

Hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc được tái cấu trúc theo Luật Thành lập Tổ chức Giám sát Tài chính. Trong cơ cấu tổ chức mới Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC) và cơ quan điều hành của nó, Sở Giám sát Tài chính (FSS), có trách nhiệm giám sát tất cả các định chế tài chính bao gồm cả các định chế ngân hàng và phi ngân hàng.

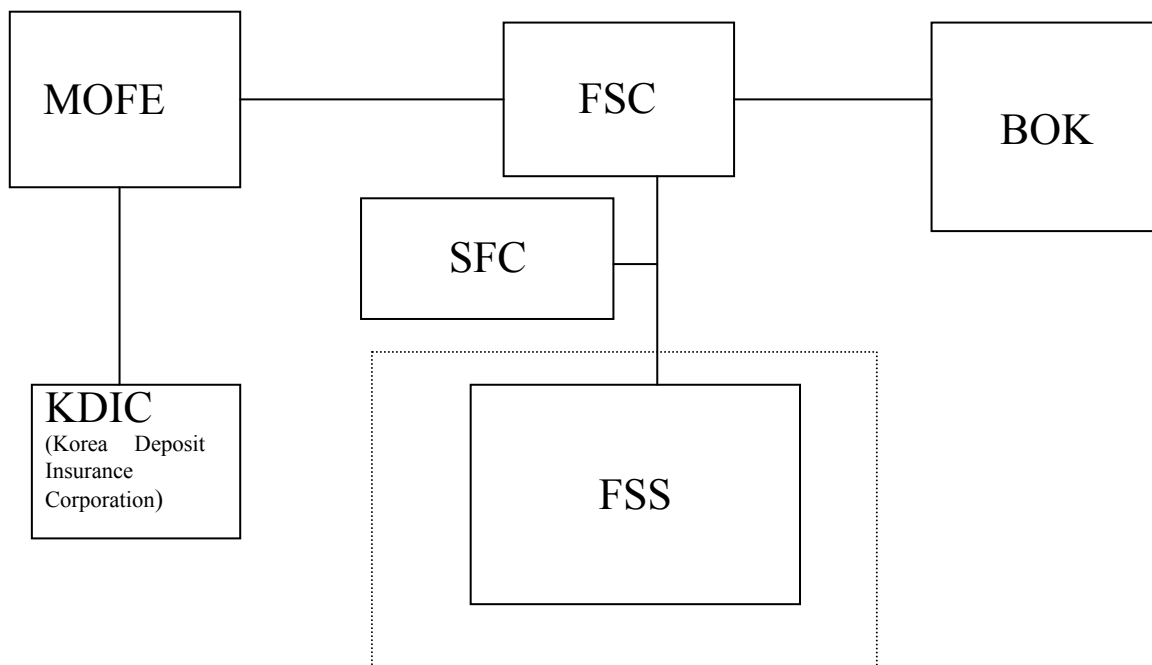
Với trách nhiệm của mình, Bộ Tài chính và Kinh tế (Ministry of Finance and Economy - MOFE) có trách nhiệm tham vấn soạn thảo và sửa đổi các qui định pháp luật liên quan tới giám sát hệ thống tài chính. Ngân hàng Hàn Quốc (Bank of Korea - BOK) và Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Hàn Quốc (KDIC) có trách nhiệm hỗ trợ FSC trong vấn đề kiểm tra thực tế các định chế tài chính khi được yêu cầu.

Trách nhiệm của Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC) là xây dựng và sửa đổi các qui định liên quan tới giám sát các định chế tài chính, cấp phép cho một số hoạt động của các định chế tài chính, kiểm tra và ra chế tài phạt các định chế tài chính, quản lý và giám sát thị trường tài chính và thị trường tương lai. Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng tương lai (Securities and Futures Commission - SFC) hoạt động trong Ủy ban Giám sát Tài chính để theo dõi các vấn đề liên quan tới chứng khoán và hợp đồng tương lai. Bên cạnh đó Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC) có trách nhiệm giao nhiệm vụ và kiểm tra hoạt động của Sở Giám sát Chứng khoán (FSS).

FSS có 9 ủy viên, bao gồm 6 ủy viên do Tổng thống Hàn Quốc bổ nhiệm và 3 ủy viên mặc nhiên. Sáu ủy viên do Tổng thống bổ nhiệm bao gồm Chủ tịch do Tổng thống bổ nhiệm trên cơ sở tiến cử của Hội đồng Quốc gia; Phó chủ tịch do Tổng thống bổ nhiệm trên cơ sở giới thiệu của Bộ Tài chính và Kinh tế; một chuyên gia kế toán do Bộ Tài chính và Kinh tế đề cử; một chuyên gia tài chính - ngân hàng do chủ tịch FSC đề cử; một chuyên gia luật do Bộ Tư pháp đề cử; một đại diện của cộng đồng doanh nghiệp do Chủ tịch

Phòng Thương mại và Công nghiệp đề cử. Ba ủy viên mặc nhiên là Thứ trưởng Bộ Tài chính và Kinh tế, Phó Thống đốc Ngân hàng Hàn Quốc, và Chủ tịch Công ty Bảo hiểm Tiền gửi.

Hình 3.3. Sơ đồ tổ chức hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc



Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng tương lai (Securities and Futures Commission - SFC) có trách nhiệm giám sát các giao dịch chứng khoán không công bằng trên thị trường chứng khoán và thị trường tương lai. FSC cũng có trách nhiệm kiểm tra các tiêu chuẩn kế toán, kiểm toán và thực hiện các chức năng giám sát thị trường do FSC ủy quyền.

Sở Giám sát Chứng khoán (FSS) có trách nhiệm giám sát các định chế tài chính và các doanh nghiệp lớn dưới sự giám sát của FSC và SFC. FSS có một thống đốc, bốn phó thống đốc, tối đa chín trợ lý thống đốc và một kiểm toán viên. Chủ tịch FSC đồng thời giữ vị trí Thống đốc của FSS. FSS có nhiệm vụ kiểm tra, thanh tra và chế tài phạt các doanh nghiệp đối với các vi phạm liên quan tới hoạt động kinh doanh và tình trạng tài sản của các định chế tài chính và hỗ trợ FSC và SFC thực hiện trách nhiệm của mình.

Bộ Tài chính và Kinh tế Hàn Quốc, Ngân hàng Hàn Quốc và Công ty Bảo hiểm Tiết kiệm Hàn Quốc có trách nhiệm phối hợp với FSC để thực hiện các hoạt động giám sát gián tiếp để đảm bảo sự hoạt động ổn định của hệ thống tài chính.

Bộ Tài chính và Kinh tế Hàn Quốc có nhiệm vụ xây dựng và sửa đổi các qui định liên quan tới giám sát tài chính và phải tiến hành tham vấn với FSC trước khi xây dựng và sửa đổi các qui định pháp luật liên quan tới giám sát hệ thống tài chính. Bộ Tài chính và Kinh tế có trách nhiệm giám sát Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc, Ngân hàng Xuất Nhập khẩu Hàn Quốc, Ngân hàng Công nghiệp Hàn Quốc, Quỹ Đảm bảo Tín dụng Hàn Quốc. Tuy nhiên trách nhiệm kiểm tra sự cân trọng của các định chế tài chính này vẫn thuộc về FSC. Bộ Tài chính và Kinh tế cũng chịu trách nhiệm giám sát hoạt động kinh doanh ngoại hối của các định chế tài chính, bao gồm cả hoạt động cấp phép.

Khi Ủy ban Chính sách Tiền tệ thấy cần thiết phải tiến hành kiểm tra tại hiện trường, Ngân hàng Hàn Quốc có thể yêu cầu nhân viên của FSS cùng tham gia. Ngân hàng Hàn Quốc có thể yêu cầu FSS báo cáo các phát hiện trong quá trình kiểm tra tại hiện trường, và trong trường hợp cần thiết yêu cầu FSS thực hiện các biện pháp để khắc phục tình hình nếu có vi phạm. Bên cạnh đó, trong trường hợp FSC thực hiện các biện pháp không phù hợp với mục tiêu của chính sách tiền tệ, Ủy ban Chính sách Tiền tệ có thể phản đối và yêu cầu FSC xem xét lại các biện pháp đó.

Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Hàn Quốc (KDIC) có thể yêu cầu FSS tiến hành kiểm tra các định chế tài chính những vấn đề liên quan tới việc bảo vệ người gửi tiền và sự ổn định của hệ thống tài chính. KDIC cũng được quyền yêu cầu FSS gửi kết quả kiểm tra hoặc cho phép nhân viên của KDIC tham gia vào quá trình kiểm tra các định chế tài chính cùng với FSS. KDIC cũng có thể yêu cầu FSS gửi các tài liệu liên quan tới các định chế tài chính trong phạm vi công việc của mình. KDIC được quyền điều tra các định chế tài chính có nguy cơ phá sản.

3.1.2.3. Hoạt động giám sát hệ thống tài chính

Hệ thống tài chính Hàn Quốc có thể được chia thành 7 loại cơ bản: i) ngân hàng trung ương; ii) các định chế ngân hàng bao gồm ngân hàng thương mại và ngân hàng chuyên doanh; iii) các định chế tiền gửi phi ngân hàng bao gồm các công ty ngân hàng bán buôn, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, và các tổ chức tín dụng khác; iv) các công ty chứng khoán; v) các định chế bảo hiểm; vi) các định chế tài chính khác; và vii) các hệ thống tài chính hỗ trợ.

Hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc có nhiệm vụ tiến hành các hoạt động giám sát hệ thống tài chính trên các khía cạnh sau đây:

- Giám sát gia nhập thị trường
- Giám sát sự cân trọng của các ngân hàng
- Đánh giá hoạt động quản lý và đề xuất biện pháp khắc phục sai phạm

Hoạt động giám sát gia nhập thị trường được thực hiện để kiểm soát quá trình gia nhập thị trường của các định chế tài chính. Việc thành lập các định chế tài chính được thực hiện. Hoạt động của hệ thống tài chính Hàn Quốc được chia ra làm ba loại chính là ngân hàng, chứng khoán, và bảo hiểm. Các định chế tài chính chỉ được tham gia hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực mình được cấp phép. Không định chế tài chính nào được tiến hành các hoạt động kinh doanh không nằm trong phạm vi cấp phép của mình.

Giám sát sự cân trọng của các định chế tài chính là hoạt động thúc đẩy sự hoạt động lành mạnh của hệ thống tài chính. Để giám sát sự cân trọng của các định chế tài chính, FSS thực hiện kiểm tra mức vốn yêu cầu đối với các định chế tài chính, kiểm tra tình trạng tài sản, và kiểm tra mức độ tập trung tài sản của các định chế tài chính.

FSS kiểm tra mức vốn yêu cầu (CAR) theo qui định của Ủy ban Basle về Giám sát Ngân hàng của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS). Theo qui định của Basle, các định chế tài chính phải duy trì tỷ lệ mức vốn yêu cầu đạt ít nhất 8%. Khi tỷ lệ vốn yêu cầu theo qui định của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS) xuống tới mức 8%, 6%, và 2%, FSS sẽ tương ứng đề xuất các biện pháp cải thiện tình hình, đặt ra các yêu cầu cải thiện tình hình quản lý phải thực hiện, hoặc ra lệnh thực hiện các biện pháp cải thiện tình hình quản lý các định chế tài chính. Công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm cũng phải tuân thủ các qui định liên quan tới đảm bảo tỷ lệ vốn yêu cầu.

Để giám sát sự lành mạnh của các tài sản của các định chế tài chính FSS yêu cầu các ngân hàng chia tài sản thành 5 loại: bình thường, cảnh báo, dưới chuẩn, nghi ngờ, có khả năng tổn thất dựa trên cơ sở đánh giá theo từng quý khả năng hoàn trả nợ của người vay và trích dự trữ. Các ngân hàng không được đầu tư quá 60% vào cổ phiếu hoặc các chứng khoán có kỳ hạn lớn hơn 3 năm. Các định chế tiền gửi phi ngân hàng không được đầu tư vào chứng

khoản quá số vốn tự có của các định chế này. Các công ty đầu tư tài chính không được đầu tư quá 10% tài sản của mình vào một công ty và không được đầu tư quá mức 20% tài sản của một công ty.

Để giám sát mức độ tập trung tín dụng, FSS không cho phép các ngân hàng cấp tín dụng quá 25% vốn tự có của các doanh nghiệp trong cùng một tập đoàn. Tín dụng bao gồm tất cả các khoản cho vay, đảm bảo thanh toán, chiết khấu hối phiếu, và trái phiếu, v.v. Ngân hàng không được phép cấp tín dụng cho một cá nhân hoặc pháp nhân quá 20% tổng số vốn tự có của họ. Tổng các khoản cho vay lớn hơn 10% vốn tự có của ngân hàng phải không được quá 5 lần vốn tự có của ngân hàng.

Bên cạnh các hoạt động giám sát trên, FSS còn giám sát các qui định liên quan tới thanh khoản, công bố thông tin quản lý, và minh bạch hóa thị trường.

3.1.3. Quá trình tự do hóa và cải cách hệ thống tài chính ở Hàn Quốc:

3.1.3.1. Cải cách hành chính

Một nền kinh tế thị trường hiện đại không thể hoạt động hiệu quả nếu thiếu các tổ chức tài chính năng động và được giám sát chặt chẽ. Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC) - tổ chức đóng vai trò cơ chế điều tiết, thiết lập các thông lệ ngân hàng chung - đã tạo ra một hệ thống các quy chế mới, sự giám sát thận trọng và một đề án thực hiện cải cách.

Trong quá trình cải cách lĩnh vực tài chính, Chính phủ đã đóng cửa một số tổ chức tài chính không có khả năng tồn tại. Những ngân hàng khác có khả năng tồn tại đang tiếp tục thực hiện các biện pháp mạnh do Ủy ban Giám sát Tài chính đặt ra nhằm nâng cao tính lành mạnh của các tổ chức này. Lĩnh vực tài chính phi ngân hàng của Hàn Quốc cũng được cải tổ.

Thành quả cho những nỗ lực đổi mới này là khoảng trên 40% của các định chế tài chính trên toàn quốc - có 867 ngân hàng tiết kiệm và các tổ chức tín dụng - đã được giải thể kể từ năm 1997. Hàn Quốc đã có 1.136 định chế tài chính hoạt động vào cuối năm 2005.

3.1.3.2. Cải tổ công ty

Trong khu vực công ty, kết quả chung của việc tổ chức lại khá khả quan. Tỷ lệ nợ - vốn của khu vực sản xuất đạt kết quả đáng khâm phục: từ 396% cuối năm 1997 xuống còn 104% tháng 12-2004. Và huyền thoại "lớn quá không thể sụp đổ được" biến mất khi nhiều trong số 30 tập đoàn lớn nhất

bị bán, hợp nhất hay giải thể. Những quy định về quản lý minh bạch và có trách nhiệm đã được thực hiện và đẩy mạnh thông qua việc bổ nhiệm các giám đốc ngoài công ty, đưa các uỷ ban kiểm toán vào và bắt buộc công khai các báo cáo tài chính tổng hợp.

Việc cơ cấu lại tổ chức của các công ty làm ăn kém hiệu quả đã nhanh chóng được tiếp tục thực hiện theo đề xuất của các ngân hàng tín dụng. Ví dụ công ty Daewoo Motor và Thép Hanbo đã thu hút vốn nước ngoài thành công. Kể từ khi áp dụng chương trình được vạch ra một cách tỉ mỉ này, nhiều công ty có vấn đề tài chính đã trở lại hoạt động bình thường.

Tháng 9-2001, Đạo luật đẩy mạnh việc cơ cấu lại công ty được ban hành để tiến hành việc cơ cấu lại công ty một cách nhanh chóng và minh bạch. Ngoài ra, Hệ thống cơ cấu lại công ty thường xuyên đã hoạt động từ tháng 3-2001, cho phép các ngân hàng chủ nợ định kỳ đánh giá rủi ro tín dụng đối với các công ty vay nợ. Luật thanh toán tài phán tổng hợp ban hành vào tháng 3-2005 và bắt đầu có hiệu lực vào tháng 4-2006.

Mục đích của việc cơ cấu lại công ty là nâng cao năng suất và tiềm năng tăng trưởng cho nền kinh tế Hàn Quốc thông qua việc xây dựng một thị trường hiệu quả và lành mạnh.

Cuộc cải cách cơ cấu công ty sẽ tiếp tục, dựa trên các nguyên tắc sau: Thứ nhất, để tập trung xây dựng một hệ thống giám sát thuận lợi nhằm nâng cao công tác quản lý và sự minh bạch trong hạch toán, cần tập trung xây dựng một hệ thống giám sát thân thiện với thị trường và lấy được lòng tin của những người tham gia thị trường. Thứ hai, phải kiên trì thực hiện việc cải cách công ty. Cần liên tục đẩy mạnh việc cơ cấu lại công ty cho tới khi sự minh bạch trong quản lý đáp ứng được những tiêu chuẩn quốc tế.

Các biện pháp nhằm đẩy mạnh hơn nữa sự minh bạch và lành mạnh trong quản lý công ty sẽ được tiến hành và đẩy mạnh. Hệ thống giám sát quản lý trong và ngoài công ty sẽ được tăng cường bằng cách nâng cao vai trò của Uỷ ban kiểm toán, ban giám đốc, quyền lợi của các cổ đông thiểu số và ban giám đốc. Nhằm xóa bỏ tận gốc những thông lệ bất hợp pháp như gian lận bảng tổng kết tài sản và đầu cơ giá chứng khoán, các tổ quyền đại diện trong thị trường chứng khoán đã được ra đời vào tháng 1-2006.

Tính hiệu lực của hệ thống kiểm tra nội bộ và bên ngoài của các công ty tư nhân sẽ được đánh giá một cách toàn diện trước khi thay thế hệ thống đầu tư chứng khoán trần hiện tại bằng một hệ thống có các quy tắc tự nguyện.

Hệ thống trần này đã được đặt ra nhằm ngăn chặn lạm dụng quyền điều hành của các cổ đông quá bán.

Tính đến 31-12-2005, Chính phủ Hàn Quốc đã huy động các nguồn tài chính với tổng giá trị là 168 nghìn tỷ won (xấp xỉ 171 tỷ đô la Mỹ) để hỗ trợ các tổ chức tài chính có thể tồn tại trong việc cơ cấu lại vốn, thanh toán các khoản vay không trả được và xử lý các cơ sở tài chính không có khả năng tồn tại. Bản thân các tổ chức tài chính cũng phải nỗ lực phục hồi, bao gồm cả việc giảm quy mô và tăng cường thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

3.1.3.3. Các biện pháp khác

Đối với các khu vực công, những tổ chức và hiệp hội thuộc khu vực này đã được sắp xếp lại và cơ cấu tổ chức cũng đã thay đổi. Các doanh nghiệp nhà nước đang dần dần được tư nhân hóa hoặc tiến hành cải cách quản lý mạnh mẽ theo định hướng kinh doanh của mình.

Để đạt được sự đồng thuận chung về các vấn đề liên quan đến lao động, ngày 6-2-1998, một Ủy ban Ba bên gồm đại diện của người lao động, người sử dụng lao động và Chính phủ đã được thành lập. Ủy ban này đã xây dựng được một khung gánh chịu công bằng các chi phí kinh tế và phi kinh tế và qua đó đã dành được sự đồng thuận của công chúng trong các nỗ lực cơ cấu lại.

Ủy ban đã đạt được một thỏa thuận trong đó có một số biện pháp được đề xuất nhằm củng cố sự minh bạch bị công ty chi phối. Các biện pháp này cũng sẽ làm tăng trợ cấp thất nghiệp và nâng cao tính linh hoạt của thị trường lao động.

Nhờ những nỗ lực của Ủy ban ba bên, Đạo luật về tiêu chuẩn lao động (LSA) đã được sửa đổi nhằm tạo ra một sự linh hoạt hơn về quản lý trong việc giải quyết những vấn đề lao động. Ngoài ra, một đạo luật cho phép thành lập những công ty giới thiệu nhân lực đã có hiệu lực vào tháng 7-1998.

Điều này đã góp phần giúp các công ty nâng cao hiệu quả của bộ máy hành chính và tiết kiệm chi phí hơn nữa.

Chính phủ cũng đã đẩy mạnh tính linh hoạt của thị trường lao động bằng cách thực hiện nghiêm ngặt các tiêu chuẩn pháp lý đối với các cuộc đình công bất hợp pháp hay các thông lệ lao động.

3.1.3.4. Môi trường đầu tư nước ngoài

Đối với trường hợp của Hàn Quốc, tổng giá trị thương mại hàng xuất nhập khẩu tương đương với 70% GDP của cả nước trong năm 2005, trong khi tổng doanh thu của các công ty đầu tư nước ngoài chỉ chiếm khoảng 14%.

Như vậy, Hàn Quốc đang nỗ lực để hỗ trợ các công ty nước ngoài. Ví dụ gần đây là việc mở cửa cụm công nghiệp sản xuất LCD lớn nhất trên thế giới ở Paju, cách khu vực phi quân sự vài km.

Chính phủ xây dựng đường sá và cơ sở hạ tầng cần thiết để hỗ trợ cho các khu công nghiệp có tầm cỡ của Paju. Chính phủ nói lỏng hoặc bãi bỏ các quy định mà đã tồn tại nhiều thập kỷ liên quan đến phát triển các vùng biên giới. Những ưu đãi đó và các biện pháp khác được tiến hành với tốc độ khẩn trương nhất, một tín hiệu của thiện chí và cam kết của chính phủ để giúp cho các doanh nghiệp nước ngoài làm ăn tại Hàn Quốc.

Còn có những ví dụ thành công khác: nhà bán lẻ của Anh (Tesco) đã làm ăn rất hiệu quả ở Hàn Quốc. Hoạt động của Tesco ở Hàn Quốc chiếm tới 1/3 doanh thu ở nước ngoài của nhà bán lẻ này. Một ví dụ khác, hoạt động xuất sắc của GM Daewoo. Công ty này trong quý I năm 2006 một lần nữa trở thành nhà sản xuất ô tô đứng thứ hai của Hàn Quốc. Đây là một tiến bộ to lớn vĩ đại chỉ trong vòng bốn năm. Trên thực tế, GM Daewoo hoạt động tốt cũng là để giúp cho tăng cường hình ảnh của hãng GM ở châu Á.

Hàn Quốc hy vọng đạt 11 tỷ đôla Mỹ đầu tư nước ngoài năm 2006-mức tương đương 2005. Bên cạnh các lĩnh vực thông thường như tài chính và bảo hiểm, còn có những khu vực khác mà các nhà đầu tư đang quan tâm trong lĩnh vực thiết bị nghiên cứu phát triển, trung tâm giao vận và trụ sở khu vực của các tập đoàn đa quốc gia. Các công ty sản xuất bộ phận nguyên liệu cũng rất quan tâm tới lĩnh vực hàng điện tử phát triển cao của Hàn Quốc.

Sự quan tâm của các nhà đầu tư trong lĩnh vực này là đương nhiên khi xem xét tới đầu tư nghiên cứu và phát triển (R & D) khổng lồ của Hàn Quốc hàng năm, giúp cho Hàn Quốc đứng hàng thứ 10 hàng năm. Việc cống hiến như vậy đã đem lại thành tựu trong nhiều lĩnh vực. Trong năm 2005, Hàn Quốc đứng thứ sáu xét về số lượng xin cấp bằng phát minh sáng chế quốc tế nộp tại tổ chức sở hữu trí tuệ thế giới (WIPO).

Các lĩnh vực khác mà Hàn Quốc có thế mạnh là nguồn nhân lực to lớn. Có hơn 100.000 sinh viên khoa học công nghệ tốt nghiệp hàng năm. Số sinh viên tiếp tục học tới bằng thạc sĩ và tiến sĩ ngày càng tăng. Đối với nhà đầu tư đây là một môi trường lý tưởng để tạo ra sản phẩm và dịch vụ mới. Một điểm mạnh khác cần chú ý là Hàn Quốc là một địa điểm hoàn hảo để đặt các trung tâm giao vận hoặc trụ sở khu vực ở châu Á. Có 44 thành phố với số dân mỗi thành phố trên 1 triệu người cách Seoul chừng 4 giờ bay.

Bên cạnh những tiềm năng của Hàn Quốc là trung tâm châu Á, Hàn Quốc có một lợi thế nữa là các công ty có thể dễ dàng mở rộng ra thị trường nước ngoài sau khi đã nghiên cứu thử nghiệm tại Hàn Quốc. Hiện tại đã có hơn một nửa của 500 công ty hàng đầu tạp chí Fortune có mặt tại Hàn Quốc.

Nắm bắt được tầm quan trọng của đầu tư đối với tương lai của đất nước, Hàn Quốc quyết tâm thực hiện tất cả những gì có thể để thỏa mãn nhu cầu của nhà đầu tư. Hàn Quốc đang thực thi các biện pháp nhằm trợ giúp cải tiến môi trường kinh doanh. Khu mới Invest Plaza ở nam Seoul được hy vọng để giúp đỡ các doanh nghiệp có đầu tư nước ngoài thâm nhập dễ dàng vào nền kinh tế. Có nhiều chương trình hướng tới các nhà đầu tư tiềm năng, chương trình quan trọng nhất sẽ là những tư vấn thực tiễn và trợ giúp ban đầu cho các doanh nghiệp chuẩn bị hoạt động tại Hàn Quốc.

Plaza đạt mục tiêu trở thành địa chỉ dịch vụ một cửa cho các nhà đầu tư: nhà quản lý dự án sẽ giúp mọi thứ từ việc tìm ra địa điểm tốt nhất để xây dựng nhà máy, xử lý các chi tiết hành chính cho tới áp dụng tất cả các chương trình và lợi ích của chính phủ tương ứng. Chính phủ nỗ lực để làm gia tăng những khuyến khích mà doanh nghiệp đầu tư vào lĩnh vực R & D công nghệ cao hay những doanh nghiệp mong muốn đặt trụ sở khu vực ở Hàn Quốc sẽ nhận được những ưu đãi về tiền bạc.

Cuối cùng là Hàn Quốc đang tập trung nỗ lực vào hai mục tiêu: Thứ nhất, trợ giúp các điều kiện thị trường và cho phép doanh nhân nhận ra đầy đủ tiềm năng doanh nghiệp của họ ở Hàn Quốc. Thứ hai, thực hiện các cam kết của mình nhằm giúp đỡ doanh nghiệp hoạt động tốt ở Hàn Quốc.

Để nền kinh tế có lợi hơn cho đầu tư nước ngoài, năm 1998, Chính phủ đã thay thế Đạo luật quản lý ngoại hối trước đây bằng Đạo luật quản lý ngoại hối. Các biện pháp tự do hóa trong luật mới được thực hiện trong hai giai đoạn trong khoảng hai năm và những mục tiêu ban đầu của luật mới gồm có sự tự do hóa tài khoản vốn và phát triển hơn nữa thị trường giao dịch trong nước.

Nội dung chính của tự do hóa trong giai đoạn đầu là áp dụng "Hệ thống danh mục phủ định". Hệ thống này linh hoạt hơn hệ thống danh mục xác thực trước đây, cho phép tự do hóa các giao dịch tài khoản vốn, trong đó các hoạt động của doanh nghiệp liên quan với các cơ sở tài chính, bao gồm cả các khoản vay ngắn hạn từ nước ngoài. Một nỗ lực tự do hóa thị trường khác của Chính phủ là cho phép uỷ quyền giao dịch ngoại hối nhằm giúp các tổ chức tài chính đáp ứng một số yêu cầu nhất định.

Nội dung chính của tự do hóa ở giai đoạn hai gồm việc cho phép thực hiện các giao dịch bằng tài khoản vốn vẫn còn bị hạn chế trong giai đoạn một, trừ những giao dịch có liên quan đến an ninh quốc gia và nhằm ngăn chặn các hoạt động tội phạm. Nội dung này cho phép những người (nước ngoài) không cư trú (ở Hàn Quốc) được đầu tư vào các khoản tiền gửi bằng đồng won ở Hàn Quốc với kỳ hạn thanh toán dưới một năm và cho phép các cá nhân (nước ngoài) cư trú ở Hàn Quốc đầu tư vào các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ ở nước ngoài và chứng khoán.

Tuy nhiên, các biện pháp tự do hóa này không phải là không có những rủi ro. Bởi vậy, cùng với việc thực hiện những biện pháp trên, Chính phủ đang tăng cường các quy chế giám sát thị trường và xây dựng một hệ thống cảnh báo sớm.

Chính phủ đã vạch ra các kế hoạch phát triển thị trường trung và dài hạn trong tháng 4 năm 2002 để biến Hàn Quốc thành một đất nước thân thiện với kinh doanh và biến thị trường ngoại hối Hàn Quốc trở thành một trung tâm tài chính Đông Á. Những kế hoạch này sẽ được triển khai cho tới năm 2011 theo ba giai đoạn. Theo đó, nhiều hạn chế áp dụng trong giai đoạn một và hai của quá trình tự do hóa ngoại hối sẽ được dỡ bỏ trong năm 2011.

Trong năm 2002, thủ tục cấp phép của Ngân hàng trung ương Hàn Quốc đã bị bãi bỏ và các thủ tục giấy tờ nặng nề cho giao dịch tài chính cá nhân và công ty đã được đơn giản hóa. Cùng lúc này, lưu chuyển vốn đã trở nên tự do hơn nhiều.

Nhằm phục hồi đầu tư nước ngoài, Chính phủ đã tích cực làm việc về tự do hóa kể từ năm 2005. Ví dụ như nới lỏng các luật lệ về đầu tư nước ngoài trực tiếp và việc mua bất động sản ở nước ngoài bởi công dân Hàn Quốc. Trong 2006, tất cả các giao dịch vốn được chuyển từ một hệ thống cấp phép sang một hệ thống báo cáo đơn giản cho tự do hóa việc tái đầu tư.

3.1.3.5. Tự do hóa thị trường vốn

Chiến lược của Hàn Quốc đối với các trung tâm phát triển thị trường vốn tập trung vào hai sáng kiến mang tính chất chính sách có liên quan với nhau, đó là chính sách tự do hóa thị trường và chính sách mở rộng thị trường. Tự do hóa thị trường vốn sẽ trực tiếp làm tăng sự tiếp cận của Hàn Quốc với vốn và công nghệ nước ngoài, trong khi việc mở rộng thị trường sẽ góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động của thị trường vốn.

Hàn Quốc đã đạt được những tiến bộ quan trọng trong việc thực hiện các biện pháp nhằm mở cửa hơn nữa thị trường vốn và giảm bớt trở ngại đối

với danh mục vốn đầu tư và đầu tư trực tiếp. Nước ngoài sẽ được đầu tư hoàn toàn tự do vào tất cả các ngành, trừ những ngành có liên quan đến an ninh quốc gia và văn hóa như các phương tiện thông tin đại chúng.

Công dân nước ngoài sẽ được đối xử công bằng như công dân Hàn Quốc khi họ mua đất đai với mục đích kinh doanh hoặc không kinh doanh. Tất cả các giới hạn về đầu tư nước ngoài đối với thị trường trái phiếu trong nước và thị trường tiền tệ cũng như mức trần về đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán đã được loại bỏ. Các ngân hàng nước ngoài và các công ty chứng khoán được phép thành lập các chi nhánh ở địa phương.

Từ 25-5-1998, các nhà đầu tư nước ngoài đã có thể mua cổ phiếu của bất kỳ công ty Hàn Quốc nào (trừ các công ty của ngành quốc phòng và các công ty nhà nước) mà không phải chịu sự can thiệp của ban giám đốc công ty đó hoặc Chính phủ. Công dân nước ngoài hiện nay được mua tới 50% cổ phiếu chưa hoàn vốn của một số công ty nhà nước.

Nhà đầu tư trong nước và nước ngoài được phép thực hiện tất cả những loại hình tiếp quản, bao gồm cả việc thôn tính các công ty Hàn Quốc. Ngoài ra, tất cả các cơ sở tài chính đáp ứng được những yêu cầu nhất định cũng sẽ được phép thực hiện giao dịch ngoại hối.

Tháng 5-1998, mức trần cộng gộp về đầu tư nước ngoài đối với vốn cổ phần của Hàn Quốc được bãi bỏ.

Trong năm 2006, hồi phiếu kho bạc Hàn Quốc có đáo hạn 3, 5, 10 và 20 năm. Chính phủ sẽ nỗ lực thêm để tăng cường chiều rộng và chiều sâu cho thị trường trái phiếu kho bạc bằng cách khuyến khích thị trường trái phiếu dài hạn.

Hàn Quốc cũng đã đề ra một khung thể chế cho các quỹ tương hỗ để những quỹ này sẽ làm công cụ chủ yếu cho sự tài trợ lâu dài. Các nhà đầu tư tư nhân, kể cả nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, được phép thành lập các quỹ tương hỗ tại Hàn Quốc một cách dễ dàng. Các nhà đầu tư đang tài trợ cho các quỹ tương hỗ mới không bắt buộc phải đáp ứng các điều kiện về năng lực trừ một số ít những trường hợp ngoại lệ. Về cơ bản, Hàn Quốc đã đảm bảo quyền được đối xử bình đẳng cho các nhà đầu tư.

3.1.3.6. Hệ thống hỗ trợ hướng về nhà đầu tư

Tất cả các điều luật và quy định hiện hành có liên quan đến đầu tư trực tiếp nước ngoài đã được sắp xếp lại và kết hợp chặt chẽ thành một khung pháp lý duy nhất, đó là Bộ luật Xúc tiến Đầu tư Nước ngoài (FIPA) có hiệu

lực vào tháng 11-1998. Điều này sẽ cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tận dụng những lợi thế của dịch vụ hoàn hảo và đối xử thống nhất trong cả nước.

Nhà nước đã đề ra nhiều chính sách ưu đãi khác nhau nhằm thúc đẩy đầu tư nước ngoài trực tiếp, trong đó có việc miễn giảm thuế. Ví dụ thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập đã được miễn hay giảm cho các doanh nghiệp công nghệ cao trong giai đoạn 7 năm. Chính phủ sẽ cho các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài được thuê các bất động sản tới 50 năm với giá ưu đãi và trong một số trường hợp không phải trả tiền thuê. Ngoài ra, một khu vực mậu dịch tự do sẽ được phát triển để hỗ trợ đầu tư trực tiếp nước ngoài quy mô lớn FDI. Chính phủ tiếp tục bãi bỏ những quy định hạn chế nhập khẩu và giảm số lượng các mặt hàng chịu thuế.

Ngành dịch vụ

Tự do hóa trong lĩnh vực dịch vụ gặp khó khăn do các ngành dịch vụ trong nước còn ít phát triển. Tuy nhiên, Chính phủ đã đơn phương tiến hành một số hoạt động cho việc mở cửa toàn diện. Ví dụ: ngành bảo hiểm nhân thọ đã được mở cửa hoàn toàn cho các nhà bảo hiểm nước ngoài tham gia.

Các ngân hàng nước ngoài được đối xử bình đẳng như các ngân hàng trong nước. Chính phủ cũng mở rộng cửa cho các nhà đầu tư nước ngoài trong các hoạt động bán lẻ và bán buôn mặc dù vẫn còn có những hạn chế trong một số khu vực. Thị trường quảng cáo trước đây chỉ dành cho các liên doanh có ít sự tham gia của nước ngoài thì hiện nay các nhà đầu tư nước ngoài hoàn toàn được tự do tham gia.

Quyền sở hữu trí tuệ

Chính phủ nhận ra rằng việc bảo vệ nghiêm túc quyền sở hữu trí tuệ là một điều kiện cần thiết cho sự phồn thịnh về công nghệ của đất nước và những quan hệ hợp tác kinh tế với các đối tác thương mại chủ chốt. Kết quả là từ năm 1987, Chính phủ đã thực hiện những cải cách cơ bản nhằm đẩy mạnh việc bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ.

Luật bản quyền mới đảm bảo cho cả các công trình nước ngoài và trong nước được bảo vệ đầy đủ. Bản quyền tác giả được tiếp tục bảo đảm trong thời gian 50 năm sau ngày tác giả đó mất. Ngoài ra, việc chống lại sự vi phạm bản quyền đã được mở rộng cho các sản phẩm phần mềm máy tính qua những quy định cụ thể.

Thị trường nông nghiệp

Cũng giống như nhiều nước khác, chính sách nông nghiệp ở Hàn Quốc chịu tác động mạnh mẽ về mặt xã hội và chính trị khiến khu vực này khó tự do hóa.

Việc Hàn Quốc nhạy cảm đối với lĩnh vực nông nghiệp xuất phát một phần từ thực tế là diện tích đất trồng được tính theo đầu chủ trại chỉ bằng 1/57 của Mỹ, điều này làm cho những chủ trang trại Hàn Quốc không thể cạnh tranh được như những chủ trang trại Mỹ. Tuy nhiên, Chính phủ Hàn Quốc đang nỗ lực mở cửa hơn nữa thị trường nông sản trong nước. Nỗ lực của Chính phủ cùng với những sáng kiến liên tục đều nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh cho ngành nông nghiệp của Hàn Quốc.

Tháng 12-1988, Chính phủ đã thành lập một ủy ban đặc biệt để xem xét lại các đề án về tự do hóa nhập khẩu nông nghiệp cho đến hết năm 1991. Các đề án được xem xét lại đã giúp tăng cường phạm vi tự do hóa và đẩy mạnh tốc độ mở cửa thị trường. Ngoài ra, trong vòng thương thuyết bàn tròn tổ chức tại Uruguay của Hiệp định chung về Thuế quan và Thương mại (GATT) đối với các sản phẩm nông nghiệp, Hàn Quốc đã cam kết nâng cao khả năng tiếp cận thị trường cho các sản phẩm nông nghiệp khác nhau.

3.1.3.7. Chính sách ổn định thị trường tài chính của Hàn Quốc

Cuộc khủng hoảng bắt đầu từ sự suy giảm tín dụng của thị trường tài chính Mỹ đã lan sang nền “kinh tế thực”, khiến thị trường tài chính thế giới chao đảo khi làm gia tăng những lo ngại về sự vỡ nợ của các quốc gia có nền kinh tế yếu. Nguy cơ sẽ lại đề ra nguy cơ và sự sợ hãi trước các nguy cơ này đang ngày càng lớn vượt ra khỏi sự kiểm soát. Các nước trên thế giới đã đưa ra chính sách để khắc phục vấn đề này. Hàn Quốc cũng không phải là ngoại lệ. Mới đây chính phủ đã công bố chính sách ổn định thị trường tài chính.

Cung cấp ngoại tệ và tăng cường tính thanh khoản

Tính thanh khoản của thị trường vốn Hàn Quốc đang giảm mạnh cùng với sự lan rộng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Để đảm bảo đủ đô la Mỹ, chính phủ sẽ bảo lãnh thanh toán khi các ngân hàng vay tiền của nước ngoài. Mặc dù chính sách của chính phủ đã được công bố hôm 19 tháng 10 nhưng sự suy giảm tính thanh khoản của đồng won ở thị trường vốn trong nước vẫn chưa được cải thiện. Vì vậy để hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, chính phủ đã quyết định nâng mức giới hạn số tiền hỗ trợ cho các doanh nghiệp này lên 2.500 tỷ won, tương đương với khoảng 1,8 tỷ USD. Lượng tiền trung bình mà các doanh nghiệp vừa và nhỏ vay trong khoảng thời

gian từ tháng 1~7 vừa qua đạt khoảng gần 5 tỷ USD nhưng đã giảm xuống chỉ còn hơn 2 tỷ USD trong tháng 9.

Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ Hàn Quốc đã tập trung vào việc đảm bảo khả năng thanh toán cho các doanh nghiệp. Cuộc khủng hoảng tín dụng toàn cầu đã gây khó khăn cho việc vay ngoại tệ của các ngân hàng trong nước. Vì vậy chính phủ đã đảm bảo cho tính thanh khoản ngoại tệ bằng việc bảo lãnh thanh toán cho các khoản vay nước ngoài của các ngân hàng. Đồng thời chính phủ cũng đã tăng mức giới hạn số tiền hỗ trợ cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ để ngăn ngừa sự phá sản của các doanh nghiệp xuất sắc. Đặc biệt, việc tăng mức giới hạn cho vay là biện pháp được thực hiện đầu tiên kể từ năm 2001. Chỉ trong vòng 10 ngày vừa qua, chính phủ Hàn Quốc đã hai lần đưa ra chính sách khẩn cấp khó có thể mạo hiểm áp dụng trong các tình huống thông thường. Điều gì đã khiến chính phủ buộc phải đưa ra sự lựa chọn như vậy?

Chỉ số KOSPI tụt xuống dưới ngưỡng 1.000 điểm

Chỉ số chứng khoán KOSPI của Hàn Quốc đã đóng cửa ở mức 930 điểm hôm 24/10. Như vậy trên thực tế, chỉ số chứng khoán đã giảm hơn 50% so với mức đỉnh trước đây. Giá cổ phiếu giảm mạnh như vậy trong lúc tình hình thị trường tài chính toàn cầu tiếp tục chao đảo đã khiến các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn khỏi Hàn Quốc. Từ đầu tháng 1 đến giữa tháng 10 năm nay, các nhà đầu tư nước ngoài đã bán ra lượng cổ phiếu tương đương với gần 40 tỷ USD. Việc các nhà đầu tư nước ngoài rút một lượng vốn lớn như vậy khỏi thị trường chứng khoán đã trở thành nguyên nhân khiến giá cổ phiếu hạ. Ngoài ra sự tăng trưởng chậm của nền kinh tế thực đã làm cho biên độ giảm càng trở nên lớn hơn.

Ngày 24 tháng 10 vừa qua, thị trường chứng khoán Hàn Quốc đã rơi vào tình trạng khủng hoảng. Cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ lan rộng đã làm cho làn sóng bán tháo cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài trở nên mạnh mẽ hơn, và chỉ số KOSPI đã tụt xuống dưới ngưỡng tâm lý 1.000 điểm. Tỷ lệ giảm của chỉ số chứng khoán Hàn Quốc trong tháng 10 đã lên tới 35%, mức giảm lớn nhất từ trước tới nay. Thêm vào đó tỷ lệ tăng trưởng trong quý 3 do Ngân hàng trung ương Hàn Quốc công bố đã cho thấy dấu hiệu khủng hoảng tài chính đang lan rộng sang nền kinh tế thực. Tỷ lệ tăng xuất khẩu, đầu tàu của kinh tế Hàn Quốc giảm xuống chỉ còn hơn 10% và tỷ lệ tăng tổng sản phẩm trong nước (GDP) cũng đạt mức thấp nhất trong 4 năm qua. Sự suy giảm của kinh tế thực là điều đã được dự báo trước nhưng vấn đề là tốc độ giảm của toàn bộ nền kinh tế diễn ra nhanh hơn so với dự tính. Các nhà hoạch

định chính sách Hàn Quốc đã quyết định sẽ “bơm” tối đa 100 tỷ USD để giải quyết những bất ổn của thị trường tài chính, căn nguyên của cuộc khủng hoảng. Liệu những biện pháp mạnh như vậy có làm cạn kiệt kho dự trữ ngoại hối của Hàn Quốc hay không?

Hỗ trợ vốn, liệu có an toàn?

Bất ổn tài chính, những khó khăn trong nền kinh tế thực và thâm hụt cán cân vãng lai đã làm tăng thêm các lo ngại về khả năng xảy ra khủng hoảng tiền tệ hay nguồn dự trữ ngoại tệ sẽ cạn kiệt. Nhưng từ quý 4 năm nay, cán cân vãng lai vốn vẫn thâm hụt trong thời gian qua sẽ chuyển sang thặng dư, và nguồn cung cấp đô la trong nước sẽ tăng lên. Nếu bất ổn tài chính lắng dịu thì xu hướng bán tháo cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài cũng sẽ giảm. Lượng dự trữ ngoại hối của Hàn Quốc đã giảm trong mấy tháng gần đây nhưng nếu tình hình cung cầu ngoại hối được cải thiện thì sự sụt giảm này có thể sẽ dừng lại. Dự trữ ngoại hối của Hàn Quốc hiện là hơn 240 tỷ USD nên sẽ không thể xảy ra tình trạng thiếu ngoại tệ.

Đứng thứ 6 thế giới về lượng dự trữ ngoại tệ nên ở thời điểm hiện tại Hàn Quốc sẽ không gặp vấn đề gì dù phải trả các món nợ nước ngoài ngắn hạn hay các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán tháo cổ phiếu. Ngoài ra, sự suy giảm tính thanh khoản hiện nay cũng sẽ dần được khắc phục nhờ vào các chính sách và sự bảo lãnh của chính phủ cho các khoản vay nước ngoài của các ngân hàng. Điều đó có nghĩa là có rất ít khả năng xảy ra khủng hoảng tài chính như 10 năm trước đây do thiếu ngoại tệ như một số ý kiến lo ngại. Nhưng đã có một ý kiến dự báo là bất ổn tài chính toàn cầu sẽ làm kinh tế thế giới suy thoái trong năm 2009. Là nước phụ thuộc rất lớn vào xuất khẩu nên Hàn Quốc có thể sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp từ sự suy thoái của kinh tế toàn cầu. Chính phủ Hàn Quốc cần đưa ra những chính sách như thế nào để khắc phục tình trạng khó khăn của kinh tế trong năm tới?

Con đường sẽ đi của chính phủ Hàn Quốc

Nền kinh tế Hàn Quốc đang bị lung lay bởi các yếu tố bên ngoài. Không chỉ thực hiện bảo lãnh thanh toán cho các khoản vay nước ngoài của các ngân hàng trong nước mà chính phủ cần phải đảm bảo ổn định hơn nữa hạn mức tín dụng với các ngân hàng trung ương của các nền kinh tế lớn trên thế giới để tăng cường sự ổn định trong cung cấp ngoại tệ và gây dựng được lòng tin. Cần có chính sách tài chính mở rộng để giải quyết sự suy giảm của nhu cầu trong nước. Ngoài ra chính phủ cũng phải nỗ lực hơn nữa trong việc hình thành các lĩnh vực tăng trưởng mới nhằm khắc phục sự sụt giảm của tỷ

lệ tăng trưởng kinh tế và tăng cường tiềm lực tăng trưởng. Những nỗ lực này sẽ trở thành cơ sở để biến nguy cơ thành cơ hội.

Hiện nay cần phải có cơ chế hợp tác chắc chắn với các nước phát triển và chiến lược với trọng tâm là sự tăng trưởng về chất. Càng trong những lúc khó khăn lại càng phải thận trọng tiến từng bước và chuẩn bị cho kỷ nguyên tài chính quốc tế mới sẽ đến sau khủng hoảng. Vào ngày 26 tháng 10 vừa qua chính phủ Hàn Quốc đã mở cuộc họp kiểm tra tình hình tài chính và nâng cao cường độ của các biện pháp. Trong thời gian tới chính phủ phải xây dựng hệ thống đối phó hiệu quả và dài hạn để khắc phục cuộc khủng hoảng sẽ không sớm kết thúc trong thời gian ngắn.

3.2. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc

3.2.1. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.2.1.1. Trước khủng hoảng tài chính (1997-1998)

Nhằm đạt được các mục tiêu đề ra của quá trình công nghiệp hóa và hiện đại hóa, hướng tới xuất khẩu, ngân hàng trở thành kênh cung ứng vốn quan trọng cho nền kinh tế Hàn Quốc¹. Để khuyến khích xuất khẩu, Chính phủ Hàn Quốc tập trung cấp tín dụng với lãi suất thấp cho các ngành công nghiệp ưu tiên, thực hiện chuyển dịch cơ cấu, đến năm 1970, dư nợ cho vay ngành công nghiệp chế tạo chiếm 46,1% dư nợ ngân hàng (trong đó ngành công nghiệp hóa chất và chế tạo chiếm 22,6%). Năm 1976, nhằm tiếp tục tăng cường xuất khẩu và khuyến khích ngân hàng nước ngoài đầu tư vào Hàn Quốc, chính phủ đã cho phép thành lập ngân hàng ngoại hối và ngân hàng xuất nhập khẩu.

Kể từ năm 1980, Chính phủ Hàn Quốc can thiệp sâu hơn vào hệ thống các tổ chức tài chính nhằm thúc đẩy tự do hóa tài chính, qua đó hợp lý hóa việc huy động và phân phối các nguồn vốn. Đồng thời, trong thời gian này, Chính phủ Hàn Quốc đã có chủ trương tư nhân hóa các ngân hàng thương mại. Ngoài ngân hàng thương mại Hàn Quốc đã được tư nhân hóa năm 1973, 4 ngân hàng còn lại trong số 5 ngân hàng thương mại lớn nhất đã được tư

¹ Năm 1960, tín dụng ngân hàng cung ứng vốn cho nền kinh tế là 30% đến thập niên 90 con số này tăng lên đến 60%.

nhân hóa từ năm 1981 đến 1983. Cổ phần lớn nhất mà một cổ đông duy nhất có thể nắm giữ một ngân hàng được giới hạn ở mức 8% tổng số cổ phần để ngăn ngừa sự tập trung quyền sở hữu ngân hàng ở một số tập đoàn kinh doanh lớn.

Trong việc bắt nhịp với xu hướng quốc tế hóa trong những năm 1980, các ngân hàng thương mại Hàn Quốc bắt đầu hướng vào mở rộng các dịch vụ tài chính mới. Các ngân hàng chú trọng phát triển những chi nhánh phụ thuộc như quản lý tiền ủy thác, đầu tư kinh doanh chứng khoán thông qua các công ty thành viên. Đồng thời giới thiệu những sản phẩm tài chính mới như thẻ tín dụng, hợp đồng mua lại, phát hành chứng chỉ tiền gửi và các công cụ khác. Bên cạnh đó, các ngân hàng thương mại cũng chú trọng đến việc ứng dụng tin học hóa trong kinh doanh ngân hàng nhằm giúp các tổ chức này giới thiệu các công cụ tài chính mới và nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Từ những cuối những năm 1980, đầu 1990, các ngân hàng thương mại Hàn Quốc đã triển khai các dịch vụ ứng dụng tin học như hệ thống ATM, hệ thống trả lời tự động, hệ thống thanh toán Trong thời kì này, hàng loạt các ngân hàng thương mại ra đời góp phần đa dạng hóa nghiệp vụ kinh doanh, huy động, cho vay, đầu tư chứng khoán, dịch vụ ngân hàng... Đến năm 1995, Hàn Quốc đã có 25 ngân hàng thương mại với 209 chi nhánh ngân hàng ở nước ngoài, 7 ngân hàng lớn của Hàn Quốc được xếp vào trong danh sách 200 ngân hàng đứng đầu thế giới.

Qua quá trình nghiên cứu hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc trong thời kì trước khủng hoảng tài chính 1997-1998, chúng ta có thể rút ra được nhiều bài học thành công cũng như thất bại của mô hình tổ chức hệ thống ngân hàng thương mại của Hàn Quốc :

Thứ nhất, hệ thống các tổ chức tài chính nói chung và các ngân hàng thương mại Hàn Quốc nói riêng đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ. Nhằm đạt được các mục tiêu đề ra của quá trình công nghiệp hóa

và hiện đại hóa, các ngân hàng Hàn Quốc trở thành kênh cung ứng vốn quan trọng cho nền kinh tế, năm 1960, tín dụng ngân hàng cung ứng vốn cho nền kinh tế là 30% đến thập niên 90 con số này tăng lên đến 60%.

Tuy nhiên, ***sự can thiệp quá mức của chính phủ vào tổ chức và hoạt động của các ngân hàng thương mại đã làm tê liệt chức năng và vai trò của trung gian tài chính này.*** Với việc chính phủ trực tiếp điều hành hệ thống các tổ chức tài chính, các ngân hàng thương mại được coi như là những doanh nghiệp nhà nước, là những tổ chức được ưu đãi chứ không phải là những ngân hàng thương mại thực sự hoạt động bằng những công cụ ngân hàng hiện đại và phân tích tín dụng. Các ngân hàng thương mại chỉ thuần túy cung cấp những khoản vốn lớn cho những người đi vay đã được nhà nước chỉ định. Đối với các công ty ở Hàn Quốc, đầu tư quy mô lớn đòi hỏi có sự cho phép một cách rõ ràng hoặc ngầm đồng ý của Chính phủ. Nếu đầu tư không được chính phủ ủng hộ, việc tìm kiếm các khoản vốn vay từ ngân hàng rất khó khăn và coi như không tưởng vì chính các ngân hàng được đặt dưới sự kiểm soát của chính phủ. Trong suốt thời kì này, sự thông qua của chính phủ cũng có nghĩa rằng chính phủ sẽ hỗ trợ các công ty và các ngân hàng thương mại trong trường hợp làm ăn bị đổ bể. Không những đối với các công ty, tập đoàn lớn có cơ cấu tỷ lệ nợ cao, Chính phủ Hàn Quốc còn thúc ép và chỉ định các ngân hàng cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ vay vốn. Trong quá trình thẩm định dự án cho vay, các ngân hàng Hàn Quốc đã chủ yếu dựa vào các khoản vốn bổ sung từ phía Ngân hàng Hàn Quốc. Các ngân hàng không lưu tâm tới triển vọng của các công ty và khả năng sinh lợi nhuận của dự án đầu tư và thường cho các công ty vay nhiều hơn khối lượng vốn công ty yêu cầu và không đóng vai trò là người chủ tín dụng khi đã không can thiệp hay bày tỏ ý kiến của mình trong việc quản lý hoạt động kinh doanh của các công ty. Một số ngân

hàng¹ đã cho vay lên tới 45% vốn tự có đối với một khách hàng vay trong khi mức chuẩn tài chính truyền thống là 15 -25%.. Một số ngân hàng khác thậm chí còn cho vay lên mức 300% vốn tự có cho một tập đoàn (Chaebol)². Vai trò với tư cách là người chủ tín dụng chỉ được nhắc đến sau khi công ty đã rơi vào tình cảnh phá sản. Thậm chí sau khi doanh nghiệp đi vay mất khả năng thanh toán, phá sản, các ngân hàng cũng không cố gắng lấy lại ở mức tối đa số vốn mà mình đã cấp tín dụng cho doanh nghiệp bởi vì chính họ biết rằng chính phủ sẽ bồi thường số thiệt hại của các ngân hàng bằng việc cung cấp các khoản tín dụng với lãi suất thấp để ổn định hệ thống ngân hàng.

Bảng 3.1. Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (%)

Quốc gia	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Hàn Quốc*	0.55	0.68	0.51	0.54	0.34	0.27
Mỹ**	0.53	0.93	1.2	1.15	1.17	1.19
Nhật Bản***	0.15	0.09	0.08	-0.02	-0.43	-0.01

Chú thích: *: Đối với các ngân hàng thương mại Hàn Quốc; **: đối với các ngân hàng thành viên của tổ chức bảo hiểm tiền gửi Mỹ; ***:Ngân hàng đô thị Nhật Bản.

Nguồn: Bank of Japan, “Korean Financial crisis and its aftermath”

Thực tế này đã dẫn đến các ngân hàng đã không phát triển các kỹ năng quan trọng cho việc đánh giá xếp hạng tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp là đối tượng vay vốn. Đây chính là nguyên nhân sâu xa tiềm ẩn của rủi ro hệ thống cũng như tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của ngân hàng Hàn Quốc thấp nhất trong số các nước có nền kinh tế đang nổi⁴ (xem bảng 3.1 và 3.2). Như vậy, thay vì phải xem xét, thẩm định một cách đầy đủ tình hình tài chính, kinh doanh của người đi vay, các ngân hàng lại đi tìm kiếm con đường nhanh nhất là nhận được sự hỗ trợ của chính phủ . Thực tế này đã đẩy các ngân hàng

¹ Theo Luật Ngân hàng Hàn Quốc, giới hạn cho vay đối với các Chaebols chỉ áp dụng đối với các ngân hàng thương mại mà không áp dụng đối với các ngân hàng bán buôn. Chính vì vậy, các Chaebol đã lách luật bằng cách tìm cách vay thật nhiều vốn từ các ngân hàng bán buôn.

² Nguồn: Hisanori Kataoka, Univ of Columbia: “Korean Banking reform following Asian crisis”

⁴ Marcus Noland, “Restructuring Korea’s Financial Sector for Greater Competitiveness”, APEC working paper 96-14 (Washington, DC: Institute for International Economics, November, 1996), 1

thương mại Hàn Quốc đến tình trạng cho vay không hiệu quả bởi sự chi phối của cá nhân và các lý do chính trị.

Sự liên quan trực tiếp của chính phủ trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư, hoạt động cho vay của các ngân hàng thương mại vô hình chung đã làm yếu đi khả năng và tính nhạy bén của trung gian tài chính này trong việc đánh giá các khoản vay và quản lý rủi ro một cách độc lập. Hậu quả là, hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc đã hoạt động không hiệu quả, nợ nần ngày càng tăng, nhà nước tiếp tục cung cấp tín dụng...Cái vòng tròn luẩn quẩn đó ngày càng làm cho hệ thống ngân hàng Hàn Quốc trì trệ hơn và đây là một trong những nguyên nhân chính gây nên cuộc khủng hoảng tài chính Hàn Quốc 1997-1998.

Bảng 3.2. Nợ khó đòi và nợ xấu của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc

Đơn vị: nghìn tỷ Won

Năm	Nợ xấu (% trên tổng cho vay)	Nợ khó đòi (% trên tổng cho vay)
1990	1.9 (2.0)	7.2 (7.5)
1991	2.1 (1.6)	8.3 (6.6)
1992	2.4 (1.6)	10.3 (6.7)
1993	2.9 (1.7)	12.1 (7.0)
1994	1.9 (0.9)	11.7 (5.6)
1995	2.3 (0.9)	12.5 (5.2)
1996	2.5 (0.8)	12.2 (3.9)
6/97	5.1 (1.5)	17.3 (5.2)
12/97	10.1 (2.7)	22.6 (6.0)
3/98	12.4 (3.4)	28.0 (7.7)
6/98	na	29.1 (8.6)
9/98	10.2 (3.4)	22.4 (7.1)
12/98	10.1 (3.2)	22.2 (7.4)

Nguồn: Bank of Korea, http://fsc.go.kr/kfsc/board/11/pt_0303.html; và Bank of Japan, “Korean Financial crisis and its aftermath”

Sự liên quan trực tiếp của chính phủ trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư, hoạt động cho vay của các ngân hàng thương mại vô hình chung đã làm yếu đi khả năng và tính nhạy bén của trung gian tài chính này trong việc đánh giá các khoản vay và quản lý rủi ro một cách độc lập. Hậu quả là, hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc đã hoạt động không hiệu quả, nợ nần ngày càng tăng, nhà nước tiếp tục cung cấp tín dụng...Cái vòng tròn luẩn quẩn đó ngày càng làm cho hệ thống ngân hàng Hàn Quốc trì trệ hơn và đây là một trong những nguyên nhân chính gây nên cuộc khủng hoảng tài chính Hàn Quốc 1997-1998.

Thứ hai, hoạt động của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc nói riêng và hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc nói chung chịu tác động lớn từ chính sách, chủ trương quốc tế hóa tài chính của Chính phủ Hàn Quốc nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng thương mại và nâng cao sức cạnh tranh của các định chế trong nước. Số chi nhánh ngân hàng nước ngoài tăng ổn định trong thời gian này, đạt đến con số 92 vào cuối năm 1992. Đáp lại yêu cầu của Mỹ đòi thực hiện chính sách tối huệ quốc, Chính phủ Hàn Quốc cho phép các ngân hàng nước ngoài tiến hành những hình thức kinh doanh khác như kinh doanh trái phiếu, tái chiết khấu thương phiếu, phát hành chứng chỉ tiền gửi...

Mặc dù Hàn Quốc đã tự do hóa hệ thống các tổ chức tài chính của mình nhưng lại phát triển theo một cấu trúc tài chính dễ đổ vỡ, các trung gian tài chính, các ngân hàng mới được thành lập và chi nhánh tín thác của ngân hàng được điều tiết một cách quá lỏng lẻo, các khoản nợ ngắn hạn bằng ngoại tệ gia tăng nhanh. Trong chương trình cải cách tài chính này, Chính phủ Hàn Quốc chủ trương tự do hóa trong các khoản vay ngắn hạn từ nước ngoài. Chính phủ chỉ chú trọng đến dòng vốn dài hạn chảy từ nước ngoài mà đã không chú ý đến các khoản vay nước ngoài ngắn hạn. Các ngân hàng vay vốn ngắn hạn từ các nhà đầu tư nước ngoài rồi cho các công ty vay lại đầu tư vào

các dự án dài hạn. Vay ngắn hạn nhưng lại cho vay dài hạn gây ra sự lệch pha trong cơ cấu thời hạn. Trong tổng số nợ nước ngoài của Hàn Quốc năm 1997, gần 60% là những khoản vay ngắn hạn với thời gian hoàn trả dưới 1 năm. Ngoài ra, nhiều ngân hàng thương mại Hàn Quốc còn cho vay trong nước không có đảm bảo thích hợp.

Cho vay không có đảm bảo thích hợp và sự lệch pha trong thời hạn vay và cho vay như đã phân tích trên đã làm cho hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc chao đảo khi các nhà cho vay nước ngoài đột ngột thu hồi tiền vay. Chính các khoản nợ ngắn hạn không được đảo nợ khi các chủ nợ nước ngoài cảm nhận sâu sắc sự bất an do các công ty con nợ Hàn Quốc, nợ nần chồng chất đã châm ngòi cho cuộc khủng hoảng. Thêm nữa, tình trạng thua lỗ đến mức phá sản của các công ty Hàn Quốc là con nợ của ngân hàng đã trực tiếp chất đầy thêm gánh nặng nợ khó đòi của ngân hàng Hàn Quốc (Xem bảng 3.2 ở trên).

Thứ ba, hoạt động của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc thiếu một cơ sở hạ tầng về luật lệ và chỉ dẫn thích hợp như những quy định về tỷ lệ vốn vay, thế chấp, giao dịch ngân hàng, cơ chế quản trị doanh nghiệp tài chính... Chính sự yếu kém này đã tạo rất nhiều kẽ hở để các tập đoàn vay vốn lợi dụng, trục lợi. Ví dụ, theo Luật Ngân hàng Hàn Quốc, giới hạn cho vay đối với các Chaebols chỉ áp dụng đối với các ngân hàng thương mại mà không áp dụng đối với các ngân hàng bán buôn. Chính vì vậy, các Chaebol đã lách luật bằng cách tìm cách vay thật nhiều vốn từ các công ty ngân hàng bán buôn.

Sự yếu kém này còn được thể hiện trong khi thực thi chính sách tiền tệ không phù hợp. Chính sách lãi suất là một ví dụ khá nổi bật của Ngân hàng Hàn Quốc. Nhìn chung, lãi suất kinh doanh của các ngân hàng thương mại do chính phủ quản lý rất thấp, thậm chí không bằng tỷ lệ lạm phát. Tình trạng này kéo dài khá lâu, đặc biệt trong thập kỷ 70 thường xảy ra lãi suất âm trong

khi tỷ lệ lãi suất bên ngoài thường cao hơn gấp 2 hoặc 3 lần so với lãi suất ngân hàng. Điều này làm cho người dân không tin tưởng vào hệ thống ngân hàng Hàn Quốc.

Trước khủng hoảng tài chính, tại các ngân hàng thương mại Hàn Quốc, các quyền của những cổ đông thiểu số không được bảo vệ một cách đầy đủ. Những cổ đông nhỏ bị ngăn cấm sở hữu số lượng cổ phần nhiều hơn những người chủ sở hữu chính để nhằm khuyến khích kéo dài danh sách cổ đông công ty. Người ngoài cuộc rất khó khăn để có được những thông tin về tình hình tài chính và tập quán kinh doanh của công ty.

Qua sự phân tích ở trên, chúng ta có thể nhận thấy một điều hết sức rõ ràng là mô hình phát triển hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc nói chung và các định chế ngân hàng nói riêng trong thời kỳ này là căn nguyên sâu xa của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ ở Hàn Quốc (1997-1998)

3.2.1.2. Sau khủng hoảng tài chính (1997-1998)

Sau khủng hoảng tài chính Đông Nam Á, Hàn Quốc đã tích cực cải tổ lại hệ thống các tổ chức tài chính ngân hàng của nước này và đã đạt được những thành tựu đáng kể. Nếu như năm 1998 Hàn Quốc được xếp ở vị trí cuối bảng về phát triển kinh tế của các nước thành viên trong tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD), thì năm 2000 với tốc độ tăng trưởng là 9,5 % Hàn Quốc đã vươn lên đạt tốc độ tăng trưởng ở vị trí cao nhất. Đối với lĩnh vực ngân hàng, xuất phát từ những yếu kém được coi là căn nguyên gây ra khủng hoảng tài chính tiền tệ, Chính phủ Hàn Quốc đã có những cải cách theo hướng lành mạnh hoạt động của các định chế ngân hàng, cụ thể trên một số phương diện sau:

Thứ nhất, xóa bỏ các định chế tín dụng yếu kém, sát nhập một số ngân hàng có tình hình tài chính kém lành mạnh là những nhiệm vụ cải cách ưu tiên hàng đầu. Đây được coi là giải pháp cần thiết để nâng cao hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng nhằm lấy lại niềm tin của dân chúng và

giới đầu tư trong nước và nước ngoài. Năm 1998, 5 ngân hàng Hàn Quốc có tỷ lệ an toàn vốn ở dưới mức chuẩn 8% của BIS bắt buộc bị giải thể, 9 ngân hàng được hợp nhất thành 4 ngân hàng năm 1999, hai ngân hàng hợp nhất thành một năm 2000. Trong thời gian đó, 8 ngân hàng khác được Chính phủ quốc hữu hóa. Trong số các ngân hàng bị hợp nhất, ngân hàng Đệ Nhất (First Korean Bank) được bán cho Newbridge Capital vào tháng 12 năm 1999 và vào tháng ba năm 2001, một số ngân hàng khác như Hanvit, Peace, Kwangju...được sát nhập vào tập đoàn tài chính Woori và vốn cổ phần được nắm giữ bởi Công ty bảo hiểm tiền gửi Hàn Quốc.

Thêm vào đó, năm 2001, trong số các ngân hàng có tình hình kinh doanh tốt, ngân hàng Kookmin và Ngân hàng Nhà và thương mại được sát nhập với nhau thành Ngân hàng Kookmin, Ngân hàng Shinhan và các chi nhánh đã thành lập Tập đoàn tài chính Shinhan. Năm 2002, Chính phủ Hàn Quốc thu xếp đưa ngân hàng Cheju về tập đoàn tài chính Shinhan, ngân hàng Seoul được bán lại cho ngân hàng Hana. Năm 2003, Chính phủ Hàn Quốc tiếp tục bán cổ phần nắm giữ của mình tại ngân hàng Chohung cho tập đoàn tài chính Shinhan, cổ phần của ngân hàng Ngoại hối Hàn Quốc cho Lone Star Fund. Năm 2005, Ngân hàng của Anh quốc, Standard Chartered Bank, đã mua lại ngân hàng Đệ nhất của Hàn Quốc.

Bảng 3.3. Sự thay đổi số lượng các định chế ngân hàng từ sau khủng hoảng tài chính đến nay

	1997	Phương pháp cải tổ			Năm 2007
		Xóa bỏ	Sát nhập	Tổng số	
Ngân hàng thương mại	33	5	10	15	18
Công ty ngân hàng bán buôn	30	22	7	29	2

Nguồn: *Bank of Korea*

Thứ hai, để giải quyết vấn đề nợ khó đòi và tái cấp vốn cho các ngân hàng thương mại, tính đến cuối năm 2006, chính phủ Hàn Quốc đã huy động

số vốn lên tới 168.3 nghìn tỷ Won để mua lại các khoản nợ khó đòi và tái cấp vốn cho các ngân hàng (xem bảng 3.4)

Bảng 3.4 . Xử lý nợ quá hạn và tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng Hàn Quốc

Đơn vị: Nghìn tỷ Won

Nguồn vốn	Phương pháp xử lý nợ	Số tiền
Bảo hiểm tiền gửi Hàn Quốc	Tái cấp vốn	50.8
	Bồi thường thiệt hại tổn thất	18.4
	Mua lại tài sản ngân hàng	10.8
	Thanh toán tiền gửi ngân hàng	30.3
	Tổng	110.3
Công ty quản lý tài sản Hàn Quốc (KAMCO)	Mua lại khoản nợ khó đòi	39.0
Các nguồn tài chính khác	Tái cấp vốn	11.8
	Mua lại các công cụ nợ hạng thấp	6.3
	Tổng	18.1
Ngân hàng TW Hàn Quốc	Tái cấp vốn	0.9
Tổng		168.3

Nguồn: *Bank of Korea*

Thứ ba, tăng cường các quy định giám sát thận trọng hệ thống các tổ chức tài chính. Theo cách này, khuôn khổ pháp lý đã ra đời nhằm điều chỉnh hoạt động ngân hàng Hàn Quốc theo hướng lành mạnh hóa chất lượng danh mục tài sản ngân hàng, giảm rủi ro tín dụng, giảm trần tín dụng cho vay đối với một cá nhân hay tổ chức....Cụ thể là: (1) Đối với **quản lý danh mục tài sản**, các ngân hàng thương mại được yêu cầu xây dựng chuẩn hóa phân loại tài sản và thành lập quỹ dự phòng tổn thất và báo cáo Ủy ban Giám sát Tài chính (FSS) thường xuyên. Các ngân hàng phải thành lập hệ thống kiểm soát

nội bộ, bao gồm hệ thống xem xét tín dụng độc lập nhằm tăng cường tính chính xác và khách quan khi phân loại tài sản và lập dự phòng tổn thất. Các ngân hàng thương mại không được phép cấp tín dụng cho một khách hàng, tập đoàn kinh doanh vượt quá 25% vốn tự có, các hình thức cấp tín dụng khác như chiết khấu thương phiếu, trái phiếu, đảm bảo thanh toán không được vượt quá 20%; tổng các khoản cho vay vượt quá 10% vốn tự có tối đa chỉ bằng 5 lần vốn tự có. (2) Yêu cầu *về khả năng thanh khoản*, Ủy ban Giám sát Tài chính yêu cầu các ngân hàng thương mại đảm bảo tỷ lệ thanh khoản tối thiểu là 100% đối với thanh toán bằng tiền Won, tỷ lệ này áp dụng với ngoại tệ là 80%¹.

Thứ tư, tăng cường tính minh bạch thông tin. Kể từ sau khủng hoảng tài chính, Chính phủ Hàn Quốc đã và đang nỗ lực chuẩn hóa hoạt động ngân hàng theo nguyên tắc của thị trường và tăng cường tính minh bạch thông tin tài chính. Các chuẩn mực kế toán và công bố thông tin được củng cố mạnh mẽ nhằm bảo đảm quyền lợi cho các cổ đông, các tổ chức tín dụng có khả năng phân tích chính xác tình trạng tài chính, kỹ năng quản lý của các ngân hàng.

Thứ năm, tăng cường các quy định quản trị doanh nghiệp tài chính. Theo đó, vào năm 1999, hệ thống kiểm soát bên ngoài và ủy ban kiểm toán đã được triển khai cho tất cả các ngân hàng thương mại, công ty ngân hàng bán buôn, có ít nhất 3 người điều hành được chỉ định từ bên ngoài đảm bảo quá bán trong hội đồng quản trị. Đồng thời ủy ban kiểm toán cũng được thành lập trên cơ sở của 3 người điều hành bên ngoài chiếm tối thiểu 2/3 số thành viên. Để khuyến khích đầu tư nước ngoài vào Hàn Quốc, quy định cấm người nước ngoài làm giám đốc điều hành ngân hàng và trần đối với tỷ lệ sở hữu của nước ngoài đối với các ngân hàng đã được xóa bỏ năm 1998. Các ngân hàng nước ngoài được hoạt động bình đẳng không khác biệt với ngân hàng của Hàn

¹ Tỷ lệ thanh khoản được xác định bằng tỷ lệ giữa giá trị tài sản ngắn hạn trong vòng 3 tháng quy đổi bằng tiền Won (ngoại tệ) và khoản nợ phải trả trong vòng 3 tháng tương tự.

Quốc. Thêm vào đó, năm 2002, Chính phủ Hàn Quốc đã cho phép tỷ lệ nắm giữ cổ phần của một cá nhân đối với ngân hàng từ 4% lên đến 10%.¹

Với những cải tổ hệ thống các tổ chức tài chính nói chung và các ngân hàng thương mại nói riêng, số lượng và thị phần của các định chế tài chính Hàn Quốc đã có những thay đổi nhất định. Nếu như năm 1995 các ngân hàng thương mại Hàn Quốc chiếm 66,6% cơ cấu tổng tài sản của các định chế tài chính thì đến năm 2006, tỷ lệ này chỉ còn 60.1%. Sở dĩ như vậy là do trong quá trình cải cách tài chính, các ngân hàng thương mại Hàn Quốc là đối tượng chịu ảnh hưởng và tác động lớn nhất từ các chính sách điều chỉnh vĩ mô như đã phân tích ở trên.

3.2.1.3. Hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc ngày nay

Đến cuối tháng 6/2006, hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc bao gồm 7 ngân hàng toàn quốc, 6 ngân hàng địa phương và 36 chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Tất cả các ngân hàng đều triển khai hệ thống chi nhánh và đến nay tổng số chi nhánh trên toàn lãnh thổ khoảng 4,760 chi nhánh. Bảng 3.5 dưới đây cho thấy quy mô tài sản, các phương thức huy động và sử dụng vốn của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc.

Cho đến 8/2003, các ngân hàng thương mại Hàn Quốc được phép thực hiện tất cả các dịch vụ của các ngân hàng hiện đại, kể cả các dịch vụ bán sản phẩm bảo hiểm (bancassurance), kinh doanh chứng khoán...

▪ Là những ngân hàng thương mại hiện đại thực thụ

Các ngân hàng Hàn Quốc đã và đang tiến tới các chuẩn mực ngân hàng quốc tế hiện đại khi áp dụng các công nghệ tài chính, ngân hàng hiện đại trong việc thẩm định, giảm thiểu rủi ro tín dụng đối với các khoản cho vay. Định giá chính xác chất lượng tín dụng của các khoản cho vay, sàng lọc tín

¹ Nguồn: Bank of Korea

dụng, sử dụng thế chấp, đa dạng hóa các khoản cho vay, chứng khoán hóa các khoản vay...

Bảng 3.5. Huy động và sử dụng vốn của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc

Đơn vị: Tỷ Won

		Ngân hàng toàn quốc	Ngân hàng địa phương	Ngân hàng nước ngoài
Tổng tài sản		767,004.1 (80.3)*	76,799.4 (8.0)*	112,089.3 (11.7)*
Các hạng mục huy động vốn chính	Tiền gửi nội tệ	52.1	63.7	4.0
	Chứng chỉ tiền gửi	6.5	5.4	1.5
	Tiền gửi ngoại tệ	1.9	0.6	1.1
	Các khoản vay bằng ngoại tệ	1.7	1.7	5.3
	Vay liên ngân hàng	0.2	0	22.4
Các hạng mục sử dụng vốn chính	Cho vay và chiết khấu giấy tờ có giá bằng đồng nội tệ	55.9	55.7	5.2
	Đầu tư chứng khoán(**)	20.2	26.6	36.1
	Cho vay bằng ngoại tệ	3.6	2.6	3.8
	Cho vay liên ngân hàng	0.2	0	1.6
	Cho các ngân hàng khác vay bằng ngoại tệ	-	-	4.5

Chú thích: () là tỷ lệ phần trăm so với tổng tài sản của toàn hệ thống ngân hàng thương mại. (**) trước tháng 8/2003, các ngân hàng thương mại Hàn Quốc bị cấm không được sử dụng vốn để đầu tư kinh doanh chứng khoán.*

Nguồn: Bank of Korea

Hệ thống ngân hàng Hàn Quốc đã xây dựng các chuẩn mực cho vay đối với các đối tượng, lĩnh vực vay như:

- (1) Các ngân hàng Hàn Quốc xây dựng hệ thống dữ liệu đánh giá xếp hạng tín dụng đối với khách hàng đi vay là hộ gia đình. Được sự hỗ trợ của Liên đoàn Ngân hàng Hàn Quốc (KFB) và Công ty định giá tín dụng và thông tin quốc gia (NICE), cơ sở dữ liệu đánh giá xếp hạng tín dụng đối với người đi vay là các cá nhân, hộ gia đình đã được các ngân hàng Hàn Quốc áp dụng để phân tích chính xác chất lượng tín dụng và xu hướng rủi ro tín dụng của 14,48 triệu trường hợp đi vay là cá nhân, hộ gia đình trên toàn quốc. Có thể nói, đây là một điểm đột phá mới trong tiến trình cải cách hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc vì cho đến nay rất ít quốc gia triển khai hệ thống thông tin tín dụng như thế này;
- (2) Phương pháp mới trong phân tích rủi ro tín dụng đối với doanh nghiệp cũng đã được triển khai. Trước đây, các ngân hàng Hàn Quốc khi phân tích, xử lý rủi ro tín dụng đối với doanh nghiệp chủ yếu dựa trên một số chỉ tiêu cơ bản như mức sinh lời, tính thanh khoản và tình trạng tài chính của doanh nghiệp, những chỉ số này là chưa đủ để có thể đánh giá chính xác tình trạng của doanh nghiệp. Để khắc phục điểm yếu này, các ngân hàng Hàn Quốc đã áp dụng mô hình định giá mới có bổ sung thêm nhiều mức rủi ro khác nhau dựa trên 3 trụ cột về mức sinh lời, tính thanh khoản và tình trạng tài chính của doanh nghiệp (xem bảng 3.6)
- (3) Bên cạnh đa dạng hóa danh mục cho vay, các ngân hàng Hàn Quốc đã áp dụng nhiều phương thức cho vay mới nhằm phòng ngừa rủi ro, đặc biệt là việc áp dụng chứng khoán hóa các khoản cho vay tài trợ các dự án bất động sản (Asset backed securities – ABS). Đây là hình thức đảm bảo an toàn cho các tổ chức tài chính cho vay các dự án bất động sản vì lúc này mọi rủi ro tín dụng đã chuyển từ tổ chức tín dụng cho vay sang nhà đầu tư chứng khoán ABS, trong trường hợp chủ đầu tư vay vốn ngân hàng không thu được tiền dự án, mất khả năng thanh toán, chắc chắn người đầu tư chứng khoán ABS phải hứng chịu rủi ro.

Bảng 3.6. Phương pháp đánh giá xếp hạng tín dụng các doanh nghiệp Hàn Quốc

Mức rủi ro	Mức sinh lời ¹	Tính thanh khoản ²	Tình trạng tài chính ³	Xếp hạng chung
1	H	H	H	Mức rủi ro cao
2	H	H	M	
3	H	H	L	
4	H	M	H	
5	H	M	M	
6	H	M	L	
7	H	L	H	
8	H	L	M	
9	M	L	H	
10	M	L	H	
11	M	H	M	
12	M	H	H	
13	L	M	M	
14	L	M	H	
15	H	H	H	
16	M	L	L	Mức rủi ro trung bình
17	M	H	L	
18	M	M	L	
19	M	L	L	
20	L	L	M	
21	L	H	L	
22	L	H	M	
23	L	M	L	
24	L	L	H	
25	L	M	L	Mức rủi ro thấp
26	L	L	M	
27	L	L	L	

Nguồn: Stability Report, 2007, Bank of Korea

- **Tin học hóa được ứng dụng mạnh mẽ trong ngành ngân hàng Hàn Quốc**

Cùng với quá trình tái cơ cấu mạnh mẽ hoạt động ngân hàng, hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc không ngừng ứng dụng công nghệ thông tin, đặc

¹ Mức sinh lời (P) được xác định $P = \text{Tổng doanh thu} / (\text{Giá vốn hàng bán} + \text{Chi phí quản lý và bán hàng})$. Đối với các SMEs: H(rủi ro cao): $P < 105\%$; M(rủi ro trung bình): $105 \leq P \leq 108\%$; L (rủi ro thấp) $> 108\%$. Đối với tập đoàn lớn, H: $P < 100\%$; M: $100\% \leq P \leq 106\%$; L: $P > 106\%$

² Tính thanh khoản (LI) được xác định $= \text{Vốn lưu động thường xuyên} / \text{Tổng doanh thu}$. Đối với các SMEs, H: $LI < 85\%$; M: $85\% \leq LI \leq 110\%$; L: $LI > 110\%$. Đối với các tập đoàn lớn: H: $LI < 18\%$; M: $18\% \leq LI \leq 30\%$; L: $LI > 30\%$

³ Tình trạng tài chính (F) được xác định: $F = \text{Vốn chủ sở hữu} / \text{Tổng tài sản}$. H: $F < 35\%$; M: $35\% \leq F \leq 55\%$; L: $F > 55\%$

biệt trong lĩnh vực thanh toán nhằm phục vụ khách hàng một cách tốt nhất. Cho đến nay, hệ thống thanh toán của toàn hệ thống ngân hàng Hàn Quốc được trang bị đồng bộ cho tất cả các hoạt động thanh toán ngân hàng từ hệ thống thanh toán bù trừ séc; hệ thống Giro cho phép chuyển giao dễ dàng những khoản thanh toán hóa đơn, thuế, lương; hệ thống thanh toán CD/ATM được nối mạng liên thông, đồng bộ giữa các ngân hàng, các tổ chức tài chính khác đảm bảo sự thuận lợi trong việc sử dụng thẻ ngân hàng ở bất kỳ nơi nào, đặc biệt là những địa điểm công cộng... Với những nỗ lực này, ngân hàng thương mại Hàn Quốc đã và đang cung cấp những dịch vụ tốt nhất cho khách hàng của mình với phương châm “ngân hàng một cửa”.

3.2.1.4. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Việc gia nhập WTO đã mở ra những cơ hội phát triển mới cho thị trường tài chính Việt Nam nói chung và cho các ngân hàng thương mại nói riêng. Tuy nhiên, bên cạnh đó, cũng đặt ra nhiều thách thức và rủi ro đối với các ngân hàng thương mại của Việt Nam. Qua kinh nghiệm xây dựng chính sách kinh tế và phát triển hệ thống ngân hàng Hàn Quốc, trong tiến trình công nghiệp hóa và hội nhập kinh tế quốc tế cần rút ra những bài học kinh nghiệm sau :

Thứ nhất, hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc phân phối vốn, trước hết để thực hiện thành công công nghiệp hoá- hiện đại hóa, Chính phủ nên sớm có một khung pháp lý lành mạnh cho hệ thống các tổ chức tài chính, một khuôn khổ pháp lý và cơ chế giám sát hữu hiệu hỗ trợ cho hệ thống ngân hàng nội địa như chính sách của Hàn Quốc sau khủng hoảng;

Thứ hai, trong tình hình hiện nay, việc sử dụng chính sách kinh tế vĩ mô cũng như những hạn chế mục tiêu là cần thiết để kiềm chế sự bùng nổ cho vay, cho vay quá nhiều mà ngân hàng khó kiểm soát được chất lượng tín dụng, hoặc đẩy mạnh tín dụng phát triển kinh tế theo “kiểu bong bóng” là nguy cơ tổn thương của hệ thống ngân hàng. Cũng giống như tình trạng cho vay của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc trong thời kì trước khủng hoảng

tài chính, trong vài năm gần đây, các ngân hàng thương mại Việt Nam đã tăng trưởng nóng tín dụng, dư nợ tín dụng trong năm 2007 chiếm tới 95% so với GDP mà chủ yếu tập trung vào cho vay doanh nghiệp nhà nước, với kỹ năng quản trị rủi ro tín dụng yếu kém, rõ ràng nguy cơ rủi ro vỡ nợ khó có thể tránh khỏi¹. Thêm vào đó, tính chung cả nội tệ và ngoại tệ, thì số vốn vay huy động ngắn hạn chuyển cho vay trung và dài hạn chiếm tới khoảng 50% tổng số vốn huy động ngắn hạn. Có thể khẳng định tỷ lệ này là quá cao so với mức quy định chỉ là 30%, đây sẽ là yếu tố gây rủi ro lớn vì sự lệch pha trong thời hạn vay và cho vay này có thể gây ra nguy cơ khủng hoảng cho toàn bộ hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam;

Thứ ba, xây dựng hệ thống ngân hàng có tiềm lực vững mạnh, nhanh chóng đa dạng các hình thức huy động vốn, cùng với đẩy mạnh phát triển thị trường tài chính nhằm khai thông vốn trong nước, đồng thời thu hút nguồn vốn nước ngoài để đáp ứng vốn và kỹ thuật cho quá trình công nghiệp hóa. So với các ngân hàng thương mại Hàn Quốc nói riêng và các nước trong khu vực nói chung, thách thức lớn nhất đối với các ngân hàng thương mại Việt Nam nằm ở nội lực của chính các ngân hàng, với quy mô vốn nhỏ, nguồn nhân lực hạn chế, trình độ công nghệ còn chậm tiến so với các nước trong khu vực. Cụ thể là, vốn điều lệ của các ngân hàng đã tăng mạnh so với trước đây nhưng còn nhỏ bé so với thế giới và khu vực. Mức vốn tự có trung bình của một ngân hàng thương mại Nhà nước là 4.200 tỷ đồng, tổng mức vốn tự có của 5 ngân hàng thương mại Nhà nước chỉ tương đương với một ngân hàng cỡ trung bình trong khu vực. Hơn nữa, hệ số an toàn vốn bình quân của các ngân hàng thương mại Việt Nam thấp (dưới 5%), chưa đạt tỷ lệ theo yêu cầu của Ngân hàng Nhà nước và thông lệ quốc tế (8%)². Hệ thống ngân hàng thương mại

¹ Nguồn: Citibank, market commentary report: “Vietnam is more risk of a banking crisis, not a BOP crisis”, June 5, 2008

² TS. Lê Quốc Lý, “Phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam trong điều kiện hội nhập”, Học viện Tài chính, 8/2007

quốc doanh chiếm đến trên 75% thị trường huy động vốn đầu vào và trên 73% thị trường tín dụng.

Thứ tư, Ngân hàng Nhà nước cần “quy hoạch” lại hệ thống ngân hàng theo hướng thu hẹp và thanh lọc chứ không nên “rộng rãi” cho phép các tập đoàn kinh tế thành lập ngân hàng như hiện nay. Mặc dù đã có Quy chế thành lập ngân hàng thương mại cổ phần trong đó yêu cầu khắt khe về năng lực tài chính, bộ máy quản trị, điều hành đối với các ứng viên¹ nhưng việc thành lập một số ngân hàng từ các tập đoàn kinh tế như Ngân hàng Dầu khí, Ngân hàng FPT... sẽ có thể đẩy các ngân hàng thương mại vào tình thế không an toàn, rủi ro cao. Bởi lẽ, các công ty con của tập đoàn nắm giữ ngân hàng sẽ có thể tìm kiếm những ưu đãi vay vốn từ ngân hàng mình thay vì có thể vay từ các ngân hàng khác (thời hạn vay, chi phí vay vốn, dịch vụ tài chính rẻ hơn, sử dụng vốn vay vào các dự án có rủi ro cao...). Qua kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, việc thành lập các ngân hàng trực thuộc các tập đoàn Chaebol đã đẩy các ngân hàng thương mại này vào tình thế bị các Chaebol thao túng và đây cũng là một trong những nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính tại Hàn Quốc trước đây. Hơn nữa, Việt Nam đã có quá nhiều ngân hàng trong một nền kinh tế quy mô còn nhỏ, còn đang phát triển, trong khi sức cạnh tranh của các ngân hàng không có nhiều lợi thế riêng biệt như đã phân tích ở trên.

Thứ năm, khi năng lực hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt Nam còn yếu kém, nhất là khi hệ thống ngân hàng chưa đủ khả năng phân phối tín dụng một cách hữu hiệu, việc tự do hóa thị trường tài chính ngắn hạn là rất nguy hiểm. Dòng vốn tư bản ngắn hạn ồ ạt gây hiện tượng “thừa vốn”, dẫn đến tình trạng lãng phí, hâm nóng thị trường bất động sản, và sự đảo

¹Các điều kiện thành lập ngân hàng mới là, đến cuối 2008, vốn điều lệ ngân hàng tối thiểu là 1.000 tỷ đồng, sau ngày 31/12/2008, tất cả các ứng viên phải có vốn điều lệ từ 3.000 tỷ đồng; phải có tối thiểu 100 cổ đông tham gia, trong đó ít nhất 3 cổ đông sáng lập là tổ chức có quy mô tài sản từ 2.000 tỷ đồng và vốn điều lệ 500 tỷ đồng trở lên. Trong trường hợp cổ đông sáng lập là ngân hàng thương mại, phải đảm bảo tổng tài sản tối thiểu 10.000 tỷ đồng, vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng, tỷ lệ nợ xấu dưới 2%; mỗi cổ đông pháp nhân chỉ được phép sở hữu tối đa 20% vốn điều lệ, tỷ lệ sở hữu của cá nhân không quá 10% vốn điều lệ của ngân hàng.

ngược dòng vốn này gây ra bất ổn trong thị trường tài chính. Thực tế trong thời gian qua đã minh chứng cho điều này.

Thứ sáu, cần đa dạng hóa loại hình kinh doanh dịch vụ ngân hàng và triển khai các công cụ phòng ngừa rủi ro trong quản trị ngân hàng. Bài học từ các ngân hàng thương mại Hàn Quốc cho thấy, ngoài nâng cao chất lượng hiệu quả từ dịch vụ ngân hàng bán buôn đối với các tập đoàn, công ty Hàn Quốc, chính các ngân hàng thương mại nước này đã chủ động xây dựng hệ thống đánh giá khách hàng cá nhân, hộ gia đình để tăng cường hơn nữa chất lượng, hiệu quả dịch vụ ngân hàng bán lẻ. Thêm vào đó, việc triển khai các công cụ phòng ngừa rủi ro khác như thực hiện chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản.... cũng là những điểm sáng mà ngân hàng Việt Nam cần học tập. Chính các ngân hàng thương mại Hàn Quốc nhận thấy rằng đa dạng hóa loại hình dịch vụ ngân hàng là cách thức nhanh nhất tiếp cận khách hàng, nâng cao khả năng cạnh tranh và hiệu quả kinh doanh ngân hàng.

Đối với các ngân hàng thương mại Việt Nam, hệ thống dịch vụ ngân hàng còn đơn điệu, chất lượng chưa cao, chưa định hướng theo nhu cầu khách hàng và nặng về dịch vụ ngân hàng truyền thống. Huy động vốn chủ yếu dưới dạng tiền gửi chiếm 94% tổng nguồn vốn huy động và cấp tín dụng là hoạt động chủ yếu của ngân hàng, chiếm trên 80% thu nhập ngân hàng. Do không thể đa dạng hóa các loại hình dịch vụ ngân hàng đã khiến các ngân hàng này chủ yếu dựa vào công cụ lãi suất để cạnh tranh thu hút khách hàng. Chỉ mỗi công cụ này là chưa đủ và nó cũng chỉ có tác dụng ở mức giới hạn nhất định.

Thứ bảy, Qua kinh nghiệm của Hàn Quốc, hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc không ngừng ứng dụng công nghệ thông tin, đặc biệt trong lĩnh vực thanh toán nhằm phục vụ khách hàng một cách tốt nhất, đồng thời góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh ngân hàng. Chính vì vậy, hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam cần tăng cường hiện đại hoá công nghệ ngân hàng và hệ thống thanh toán. Theo đó, cần tăng mức vốn đầu tư để trang bị kỹ thuật

và công nghệ tiên tiến. Tuy nhiên, các dự án đầu tư công nghệ cần tính toán kỹ lưỡng để sử dụng công suất phù hợp với chiến lược mở rộng kinh doanh của ngân hàng;

Thứ tám, cần có sự can thiệp kịp thời của Chính phủ đối với hệ thống ngân hàng, mở rộng tín dụng và thực hiện chính sách ưu đãi lãi suất đối với những mặt hàng, ngành công nghiệp ưu tiên hướng đến xuất khẩu, nhằm tạo động lực chuyển dịch cơ cấu kinh tế. Vấn đề hỗ trợ lãi suất cho tín dụng cần phải có chương trình hành động bước đi thích hợp với những chỉ tiêu cụ thể, với kinh nghiệm của Hàn Quốc cần phải có chế độ kiểm soát chặt chẽ các khoản tín dụng để tránh nguy cơ thất thoát vốn. Tuy nhiên nếu sự can thiệp quá mức mang tính áp đặt của Chính phủ vào hoạt động ngân hàng sẽ trở nên bị gò bó, thiếu tính linh động, gây khó khăn cho ngân hàng trong tiến trình hội nhập quốc tế.

Cuối cùng, theo kinh nghiệm của Hàn Quốc cũng như một số nước khác như Thái Lan ... nên thành lập ngân hàng xuất nhập khẩu tài trợ những ngành nghề then chốt trọng điểm hướng đến xuất khẩu và đổi mới công nghệ. Nghiên cứu về thực tiễn chính sách phát triển kinh tế và ngân hàng tại Hàn Quốc và một số nước khác trong khu vực đã chứng minh hội nhập kinh tế quốc tế và thực hiện công nghiệp hóa là con đường tất yếu khách quan để các nước thoát khỏi đói nghèo lạc hậu. Tín dụng ngân hàng đóng vai trò quan trọng hàng đầu giải quyết nhu cầu vốn cho sự nghiệp công nghiệp hóa. Từ đặc điểm kinh tế xã hội Việt Nam cùng với việc phát huy những kinh nghiệm quý báu là những bài học cần thiết để phát triển hệ thống ngân hàng, khai thác, huy động và sử dụng vốn có hiệu quả trong quá trình thực hiện công nghiệp hóa – hiện đại hóa Việt Nam.

3.2.2. Kinh nghiệm phát triển các ngân hàng đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính, thị trường chứng khoán Hàn Quốc đã phát triển ổn định, bền vững và đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc huy động vốn cho nền kinh tế. Nếu như năm 1990 giá trị giao dịch cổ phiếu bình quân tháng chỉ là 4,5 nghìn tỷ Won thì đến tháng 6 năm 2006 con số này đã là 84.1 nghìn tỷ Won, giá trị giao dịch trái phiếu cũng tăng tương ứng từ 3,2 nghìn tỷ Won lên tới 32,4 nghìn tỷ Won. Qua nghiên cứu cho thấy, ở một số nước, mặc dù với thị trường chứng khoán chưa phát triển và hệ thống các tổ chức tài chính vẫn dựa vào ngân hàng, nhưng khu vực doanh nghiệp ở đây lại dựa rất nhiều vào các nguồn đầu tư từ chứng khoán. Ở Hàn Quốc 90% số vốn đầu tư trong 50 tập đoàn hàng đầu có cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán trong suốt thập niên 1980 được tài trợ từ các nguồn vốn từ thị trường chứng khoán cho doanh nghiệp. Ở Hàn Quốc và một số nước việc huy động vốn qua thị trường chứng khoán ngày càng trở nên có ý nghĩa hơn. Có được thành quả này phải kể đến sự nỗ lực của chính phủ Hàn Quốc trong việc cải thiện môi trường đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh trong suốt thời gian vừa qua trong đó có sự đóng góp không nhỏ của các định chế đầu tư.

3.2.2.1. Sự hình thành và phát triển các trung gian đầu tư Hàn Quốc

Cùng với việc chấm dứt chiến tranh Triều Tiên, tháng 7 năm 1953, chính sách kinh tế của Hàn Quốc tập trung vào xây dựng lại cơ sở hạ tầng và các phương tiện sản xuất. Tuy nhiên, nguồn thu từ thuế của chính phủ giảm, bởi vậy họ phải dựa vào các nguồn vốn viện trợ của Mỹ. Trong thời điểm này, chính phủ Hàn Quốc nhận thấy cần thiết lập một nền tảng tài chính vững chắc cho khả năng tự chủ của nền kinh tế. Chính vì lẽ đó, với sự ra đời của công ty chứng khoán đầu tiên được thành lập tháng 11 năm 1949, Chính phủ Hàn Quốc cho phép thành lập thêm 4 công ty chứng khoán vào năm 1953. Những công ty chứng khoán này chủ yếu buôn bán trái phiếu chính phủ. Sau khi bị đóng cửa

một thời gian tương đối dài, thị trường giao dịch cổ phiếu tiếp tục được mở cửa vào năm 1956 với việc niêm yết cổ phiếu của 13 công ty và ba loại trái phiếu chính phủ. Hoạt động của thị trường chứng khoán thời kì này chưa hiệu quả ỏi nó phải chịu những dao động do các tin đồn và tình trạng đầu cơ gây ra.

Tuy nhiên, đến năm 1962, việc thực thi Luật trao đổi chứng khoán đã làm thay đổi các hoạt động chính của thị trường chứng khoán từ giao dịch trái phiếu chính phủ bằng hình thức phi tập trung sang hình thức tổ chức giao dịch tập trung trên Sở giao dịch chứng khoán và đi kèm với nó là sự bùng nổ nhanh chóng các giao dịch cổ phiếu. Số công ty chứng khoán tăng từ 32 vào đầu năm 1962 lên đến 60 trong tháng 8 cùng năm. Tuy nhiên, do thiếu chặt chẽ của hệ thống pháp quy điều chỉnh hoạt động thị trường và với cơ cấu một công ty cổ phần – Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc đã không phát huy được vai trò giám sát, kiểm soát để duy trì một thị trường công bằng, ổn định và có trật tự nên đã dẫn đến sự đổ vỡ của thị trường. Hậu quả là thị trường phải đóng cửa 57 ngày. Số công ty chứng khoán vì thế cũng giảm xuống chỉ còn 27 vào cuối năm 1969.

Việc thực thi Luật tăng cường thị trường vốn và sửa đổi Luật chứng khoán và giao dịch chứng khoán vào năm 1968 đã làm cho vai trò của chính phủ trong việc điều tiết thị trường chứng khoán có hiệu lực. Trên cơ sở đó, các công ty chứng khoán được khuyến khích mở rộng qui mô vốn. Phạm vi kinh doanh mà một công ty chứng khoán có thể hoạt động được xác định theo quy mô cơ sở vốn, đồng thời khuyến khích các công ty chứng khoán hướng tới công chúng bằng cách cho hưởng ưu đãi về thuế

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, ngày nay, các định chế liên quan đến hoạt động đầu tư tại Hàn Quốc được tồn tại dưới nhiều hình thức như công ty chứng khoán, công ty quản lý tài sản, công ty hợp đồng

tương lai, công ty tài chính chứng khoán, công ty tư vấn đầu tư. Số lượng của các định chế này phát triển theo chiều hướng gia tăng đáng kể.

Bảng 3.7: Số lượng các trung gian đầu tư chủ yếu tại Hàn Quốc

Loại hình	1980	1985	1990	1995	2000	2006
Công ty chứng khoán	27	25	25	47	58	54
Công ty quản lý tài sản	2	3	8	8	27	48
Công ty hợp đồng tương lai	-	-	-	-	12	14
Công ty tư vấn đầu tư			29		70	62

Nguồn: Tổng hợp từ “financial system in Korea” - Bank of Korea

- *Công ty chứng khoán*

Hoạt động của công ty chứng khoán chịu sự điều chỉnh của Luật Chứng khoán và giao dịch. Đến giữa tháng 6 năm 2001, Hàn Quốc có 64 công ty chứng khoán trong đó có 9 công ty liên doanh nước ngoài và 20 chi nhánh công ty chứng khoán nước ngoài. Hoạt động kinh doanh chính của các công ty chứng khoán bao gồm tự doanh chứng khoán, môi giới, bảo lãnh phát hành chứng khoán. Phạm vi kinh doanh mà một công ty chứng khoán có thể hoạt động được xác định theo quy mô cơ sở vốn. Đến cuối tháng 6 năm 2001, yêu cầu về qui mô vốn điều lệ đối với công ty chứng khoán thực hiện tất cả các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán là 50 tỷ won. Đối với công ty chứng khoán chỉ có chức năng tự doanh và môi giới thì yêu cầu này chỉ là 20 tỷ won, còn nếu chỉ làm chức năng môi giới thì số vốn yêu cầu chỉ là 3 tỷ won. Doanh thu chủ yếu của các công ty chứng khoán Hàn Quốc có được là nhờ vào hoạt động môi giới trên thị trường vốn. Bảng dưới đây cho thấy quy mô tài sản và nguồn vốn của các công ty chứng khoán tăng dần qua thời gian kể từ 1990 đến 2001.

Trong cơ cấu nợ phải trả của các công ty chứng khoán, có các hạng mục như tiền đặt cọc của khách hàng, tiền đặt cọc bảo lãnh, vay ngắn hạn... trong đó tiền đặt cọc của khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất. Điều này cho thấy, hoạt động của các công ty chứng khoán Hàn Quốc chủ yếu dựa vào hoạt động môi giới chứng khoán là chính.

Bảng 3.8. Một số chỉ tiêu cơ bản

	1990		1995		2000		6. 2001	
Nguồn vốn		%		%		%		%
Nợ phải trả ngắn hạn	8218	49.4	16553	59.5	29143	66.9	31595	86.9
Nợ phải trả cố định	320	1.9	1741	6.3	3799	8.7	3879	8.2
Vốn điều lệ	2869	17.2	3538	12.7	16642	38	17127	36.3
Thặng dư vốn cổ phần	5242	31.5	5970	21.5	-5833	13.3	-5402	11.4
Tổng	16649	100	27801	100	43751	100	47198	100
Tài sản								
Tài sản ngắn hạn	12481	75	20156	72.5	26582	60.8	30615	64.9
Tài sản cố định và tài sản khác	4169	25	7645	27.5	17169	39.2	16583	35.1

Nguồn: Bank of Korea “Financial system in Korea”

- *Công ty quản lý tài sản*

Kể từ khi Luật về kinh doanh đầu tư gián tiếp và đầu tư tài sản có hiệu lực từ 5 tháng 1 năm 2004, công ty quản lý quỹ tín thác đầu tư chứng khoán và công ty đầu tư chứng khoán được chuyển đổi với tên gọi chung là Công ty quản lý tài sản. Hoạt động kinh doanh chính của loại hình công ty này là huy động vốn từ các nhà đầu tư và sử dụng vốn đó đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu. Cùng với sự cải cách thị trường tài chính Hàn Quốc, số lượng công ty quản lý tài sản có sự thay đổi tương đối lớn so với trước đây. Nếu như năm 2001, Hàn Quốc có 29 công ty quản lý quỹ tín thác đầu tư với tổng tài sản 151 nghìn tỷ won và 92 công ty đầu tư chứng khoán với tổng tài sản 4,8 nghìn tỷ won thì đến năm 2006 tổng số 2 loại hình công ty này gộp lại là 48 công ty¹.

¹ Nguồn: Bank of Korea, Financial system in Korea

Cho đến nay, các công ty quản lý tài sản Hàn Quốc được phép tham gia vào nhiều hình thức đầu tư kinh doanh như đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu, ngoài ra còn có thể đầu tư vào các công cụ trên thị trường tiền tệ như thương phiếu, tín phiếu chính phủ, trái phiếu ổn định tiền tệ...

Bảng 3.9. Các loại hình quỹ đầu tư của các công ty quản lý tài sản Hàn Quốc

	1995		2001	
	Giá trị	%	GT	%
Cổ phiếu	14,442	42.7	4,876	3.4
Tổng hợp	-	-	40,384	28.3
Trái phiếu	50,148	77.6	64,713	45.4
MMF*	-	-	32,483	22.8
Tổng	64,590	100	142,457	100

(*) Quỹ đầu tư vào các công cụ trên thị trường tiền tệ

Nguồn: Korea Investment Trust companies Association, Investment trust

Nhìn vào bảng trên cho thấy, Quy mô đầu tư của các quỹ đầu tư Hàn Quốc tăng lên nhanh chóng kể từ năm 1995 đến 2001, sự chuyển dịch đầu tư từ cổ phiếu và trái phiếu sang đầu tư vào các công cụ trên thị trường tiền tệ (được đưa vào triển khai từ năm 1996) cho thấy chủng loại hàng hóa của thị trường chứng khoán Hàn Quốc đã được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, xét đến quy mô danh mục đầu tư cho thấy, đầu tư vào trái phiếu vẫn chiếm tới trên 45 %, tỷ trọng cao nhất so với các công cụ đầu tư khác.

Đối với công ty đầu tư chứng khoán, một loại hình phổ biến của công ty quản lý tài sản , hoạt động của công ty này được điều chỉnh bởi Luật Công ty đầu tư chứng khoán, cũng là hình thức quỹ dưới dạng công ty đầu tư tài sản vào chứng khoán để tìm kiếm lợi nhuận cho các nhà đầu tư. Quỹ đầu tư thường được tổ chức giao dịch dưới hai loại hình cơ bản, đó là quỹ đầu tư đóng và quỹ đầu tư mở.

Quỹ đầu tư mở (Open ended funds): là những quỹ đầu tư thực hiện bán ra cổ phần không hạn chế hoặc mua vào cổ phần của các cổ đông ở bất cứ lúc nào với mức giá được xác định dựa trên *giá trị tài sản ròng*¹ tính cho mỗi cổ phần.

Quỹ đầu tư đóng (Close-ended funds): Là những quỹ đầu tư có số lượng chứng chỉ quỹ (cổ phần – shares) bán ra cố định ngay từ khi thành lập và không mua lại cổ phần của các cổ đông trong suốt thời gian hoạt động. Các chứng chỉ quỹ này thường được giao dịch trên thị trường như là một cổ phiếu thường. Giá của nó phụ thuộc vào quan hệ cung cầu trên thị trường và không liên quan đến tài sản ròng. Tại Hàn Quốc, để tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tham gia vào quỹ đầu tư này, Chính phủ Hàn Quốc cho phép các nhà đầu tư có thể chuyển chứng chỉ quỹ sang tiền mặt trước thời hạn đối với chứng chỉ quỹ được giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc hoặc trên thị trường KOSDAQ, quỹ đầu tư đóng chiếm trên 70% giá trị của các công ty đầu tư chứng khoán.²

- *Công ty hợp đồng tương lai*

Các công ty hợp đồng tương lai liên quan đến các hoạt động môi giới và kinh doanh các hợp đồng phái sinh tương lai về hàng hóa, sản phẩm tài chính, và các chỉ số trên Sở giao dịch tương lai Hàn Quốc. Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán Hàn Quốc, số lượng công ty hợp đồng tương lai cũng tăng lên đáng kể. Nếu như năm 2001 Hàn Quốc có 12 công ty hợp đồng tương lai thì đến 2006 con số này là 14 công ty. Để có thể tham gia kinh doanh các hợp đồng tương lai, các công ty này phải có giấy phép của Ủy ban giám sát tài chính và có vốn tối thiểu là 3 tỷ won. Để thực hiện giao dịch, các công ty hợp đồng tương lai phải mở tài khoản của nhà đầu tư đặt cọc tiền tại Tập đoàn tài

¹ Giá trị tài sản ròng của quỹ được xác định bằng giá trị thị trường của các tài sản (các chứng khoán mà quỹ đầu tư) trừ đi các khoản nợ phải trả của quỹ (NAV = Total Assets – Liabilities)

² Bank of Korea, Financial system in Korea, page 105

chính chứng khoán Hàn Quốc và tách biệt tài khoản này với tài sản của nhà đầu tư nhằm đảm bảo bồi thường cho khách hàng trong trường hợp phát sinh thua lỗ, trách nhiệm của các nhà đầu tư vào thị trường tương lai.

3.2.2.2. Bài học kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng cho Việt Nam

Qua nghiên cứu sự phát triển các ngân hàng đầu tư Hàn Quốc mà đặc trưng là các công ty chứng khoán, các công ty quản lý tài sản và công ty tư vấn đầu tư, có thể đưa ra một số nhận xét và trên cơ sở đó làm nền tảng bài học kinh nghiệm cho Việt Nam như sau:

Thứ nhất, để các trung gian đầu tư Hàn Quốc vận hành một cách hiệu quả và ngày càng phát triển, đóng vai trò quan trọng trong kênh dẫn vốn trực tiếp cho nền kinh tế, trước hết Hàn Quốc đã xây dựng một *hệ thống luật pháp lành mạnh, tạo hành lang pháp lý thuận lợi cho sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung và cho các thành viên tham gia thị trường nói riêng*. Trước khi sản phẩm phái sinh đầu tiên được chính thức ra đời, Hàn Quốc đã ban hành Luật giao dịch Hợp đồng tương lai năm 1995. Trong quá trình phát triển của thị trường phái sinh, Hàn Quốc luôn tiến hành sửa đổi, bổ sung các điều luật của mình cho phù hợp với sự điều kiện mới. Luật chứng khoán mới của Hàn Quốc đã chính thức có hiệu lực năm 2004, và trong năm 2007, Hàn Quốc đã ban hành Luật Thị trường vốn và Dịch vụ đầu tư tài chính để phù hợp với những điều kiện mới. Luật Kinh doanh Tín thác đầu tư chứng khoán ra đời kể từ năm 1969 nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư và tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động đầu tư chứng khoán cho công chúng. Để thực hiện được yêu cầu này, Luật kinh doanh Tín thác đầu tư chứng khoán đã quy định rõ các loại hợp đồng đầu tư tín thác, giấy phép hoạt động của công ty quản lý quỹ tín thác, và phạm vi hoạt động của các công ty quản lý. Luật này cũng đưa ra những quy định nghiêm cấm hành vi trao đổi nhân sự và thông tin giữa công ty quản lý quỹ và công ty thực hiện kinh doanh chứng chỉ quỹ. Luật Công ty

đầu tư chứng khoán bắt đầu có hiệu lực kể từ tháng 9 năm 1998 nhằm cung cấp cho nhà đầu tư có nhiều lựa chọn, đa dạng hóa các công cụ đầu tư và phát triển thị trường vốn Hàn Quốc.

Mặc dù Việt Nam đã xây dựng được một hệ thống pháp luật tạo môi trường pháp lý cho thị trường tài chính ra đời và phát triển. Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Luật các tổ chức tín dụng, Luật chứng khoán, Luật các công cụ chuyển nhượng, Luật Ngân sách, các luật thuế... và hàng loạt các Nghị định, Thông tư của Chính phủ hướng dẫn cụ thể để thi hành luật. Tuy nhiên cho đến nay rất nhiều luật liên quan đến hệ thống các tổ chức tài chính và thị trường tài chính cần sửa đổi và sửa chữa nhất là các luật, liên quan đến Ngân hàng, tiền tệ, chứng khoán v.v...

Thứ hai, Trong một thời gian dài trước những năm 1990, Hàn Quốc chủ trương bảo hộ thị trường tài chính trong nước, điều này đã hạn chế quá trình tự do hóa tài chính ở Hàn Quốc. Sau năm 1990, chính phủ đã có chủ trương *mở cửa thị trường vốn và khuyến khích đầu tư nước ngoài, trong đó có đầu tư gián tiếp vào thị trường chứng khoán đã mang lại những cơ hội to lớn trong việc nâng cao năng lực cạnh tranh dịch vụ đầu tư của các trung gian đầu tư Hàn Quốc*. Nhận định này được xem xét trên những khía cạnh sau:

- *Chính sách mở rộng tỷ lệ sở hữu doanh nghiệp cho các nhà đầu tư nước ngoài*. Năm 1992, các nhà đầu tư nước ngoài được phép đầu tư trực tiếp vào thị trường chứng khoán Hàn Quốc, nhưng chính phủ vẫn đưa ra mức trần trong tỷ lệ sở hữu. Năm 1993, người dân Hàn Quốc được cho phép đầu tư vào các chứng khoán nước ngoài. Năm 1994, người nước ngoài được phép mua trái phiếu chính phủ Hàn Quốc với mức lãi suất thế giới và họ cũng được mua các dạng trái phiếu gắn với vốn (equity-linked bonds) do các doanh nghiệp vừa và nhỏ của Hàn Quốc phát hành. Tháng 1 năm 1997, người nước ngoài được phép mua trái phiếu dài hạn không đảm bảo (non-guaranteed long-term bonds) do các doanh nghiệp vừa và nhỏ phát hành cũng như được

mua trái phiếu có thể chuyển đổi không đảm bảo (non- guaranteed convertible bonds) do các doanh nghiệp lớn phát hành

- Chính phủ Hàn Quốc bãi bỏ mức không chế trần trong các khoản đầu tư danh mục ở nước ngoài của các nhà đầu tư từ các định chế tài chính trong nước..
- *Sử dụng công cụ miễn thuế đối với đầu tư gián tiếp nước ngoài* nhằm khuyến khích đầu tư nước ngoài vào thị trường vốn Hàn Quốc. Theo luật khuyến khích nước ngoài, công ty chứng khoán nước ngoài khi được Bộ Kinh tế Tài chính thông qua, được phép đầu tư vốn vào công ty chứng khoán liên doanh của Hàn Quốc. Theo đó, các khoản thuế thu nhập, thuế doanh nghiệp, thuế đầu tư được giảm hoặc miễn thuế¹

Thứ ba, cơ sở hạ tầng là một trong những điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung và các trung gian đầu tư nói riêng. Hệ thống giao dịch, thanh toán bù trừ cho thị trường chứng khoán, kể cả thị trường tương lai. Từ việc các công cụ đầu tư được giao dịch trên hai thị trường KSE và KOFEX, các giao dịch đã được chuyển hết về KOFEX năm 2004 và thống nhất vào Sở giao dịch KRX năm 2005, đưa KRX thành một trong những thị trường phái sinh lớn nhất toàn cầu. Hàn Quốc cũng là quốc gia dẫn đầu thế giới về giao dịch chứng khoán qua mạng. Cơ sở hạ tầng cho giao dịch qua mạng rất phát triển ở Hàn Quốc. Số người sử dụng Internet đã tăng từ 1,7 triệu người năm 1997 lên đến 20,4 triệu người năm 2001. Giao dịch qua mạng ở Hàn Quốc, do vậy, cũng phát triển nhanh chóng từ năm 1999. Doanh số giao dịch online trên tổng giao dịch tăng từ 1,9% năm 1998 lên 46,6% năm 2000 và 52,3% năm 2003. Mặc dù rất phát triển, tuy nhiên, cơ sở hạ tầng của Hàn Quốc cho thị trường OTC vẫn chưa đáp ứng nhu cầu. Tốc độ phát triển nhanh chóng của thị trường OTC đã vượt quá điều kiện cơ sở hạ tầng về giao dịch điện tử và tiêu chuẩn hóa chứng từ. Cơ sở hạ tầng hiện có

¹ Luật Khuyến khích đầu tư nước ngoài Hàn Quốc sửa đổi tháng 2 năm 1997

chưa đủ điều kiện hỗ trợ cho các giao dịch Theo BIS, mức độ sử dụng giao dịch điện tử đối với chứng khoán OTC ngày càng tăng trên thế giới, điều này giúp làm giảm chi phí và rủi ro hoạt động. Tuy nhiên, ở Hàn Quốc sản phẩm giao dịch điện tử cho các sản phẩm OTC vẫn chưa được phát triển. Điều này cũng hạn chế đến sự phát triển của thị trường OTC Hàn Quốc.

Thứ tư, đa dạng hóa các công cụ đầu tư, giới thiệu nhiều công cụ mới để tăng tính thanh khoản và hiệu quả của thị trường, hấp dẫn các nhà đầu tư. Bên cạnh việc phát triển các công cụ chính, Hàn Quốc cũng không ngừng đa dạng hóa các công cụ phái sinh, tuy nhiên, khối lượng giao dịch trên thị trường vẫn còn tập trung vào một số công cụ nhất định. Trên thị trường KRX, khối lượng giao dịch chủ yếu xoay quanh hợp đồng tương lai và quyền chọn KOSPI 200. Những sản phẩm như quyền chọn đối với cổ phiếu đơn lẻ được giao dịch rất ít. Điều này cũng ngăn cản nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường tập trung.

Kết luận

Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, sự phát triển vững chắc của một TTCK phụ thuộc rất lớn vào hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, vào môi trường pháp lý, vào kỹ thuật nghiệp vụ vận hành thị trường, tổ chức thị trường. Thực tế cũng cho thấy sự đa dạng, phong phú, có kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường có ảnh hưởng rất quan trọng đến việc thúc đẩy TTCK phát triển. Bởi vậy việc khuyến khích, tạo điều kiện cho việc thành lập mới và đi vào hoạt động có hiệu quả của các Công ty kinh doanh chứng khoán, cũng như các quỹ đầu tư,... là hết sức cần thiết trong chiến lược đẩy nhanh sự phát triển vững chắc của Thị trường chứng khoán.

3.2.3. Kinh nghiệm phát triển các tổ chức tín dụng phi ngân hàng ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.2.3.1. Quá trình hình thành và phát triển của các tổ chức tín dụng phi ngân hàng Hàn Quốc

Từ năm 2000 đến nay, vị trí, vai trò của các định chế tài chính phi ngân hàng, đặc biệt là tập đoàn tài chính Hàn Quốc đối với nền kinh tế đất nước ngày càng được khẳng định, thực sự đóng vai trò trụ cột trong nền tài chính - tiền tệ quốc gia.

Hoạt động của các trung gian tài chính phi ngân hàng đã giúp Hàn Quốc duy trì sự ổn định của khu vực tài chính, thúc đẩy thị trường tài chính trở nên cạnh tranh và hiệu quả hơn; lành mạnh hoá môi trường đầu tư và tăng lòng tin về thị trường tài chính. Mở rộng cơ hội đầu tư trong và ngoài nước vào thị trường tài chính thông qua việc tăng cường các hoạt động mua bán sáp nhập, liên kết, liên minh giữa các định chế tài chính. Thúc đẩy quá trình hiện đại hoá các dịch vụ tài chính theo thông lệ quốc tế, nhất là khuyến khích phát triển các dịch vụ mới, tăng cường trao đổi với các quốc gia phát triển như Mỹ, Anh, Nhật Bản có mô hình tương tự.

Cho đến nay, hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc đã có những thay đổi mạnh mẽ về cấu trúc, theo đó, các loại hình trung gian tài chính phi ngân hàng bao gồm nhiều chủng loại từ các tổ chức nhận tiền gửi phi ngân hàng¹; Định chế bảo hiểm²; tập đoàn tài chính.

- ***Các tổ chức nhận tiền gửi phi ngân hàng (Non Bank Depository Institutions)***

+ *Công ty ngân hàng bán buôn (merchant banking corporation):*

Công ty ngân hàng bán buôn có chức năng hoạt động giống ngân hàng bán buôn ở Anh và ngân hàng đầu tư ở Mỹ khi chúng thực hiện tất cả các dịch vụ kinh doanh tài chính từ thực hiện thanh toán, môi giới chứng khoán, bảo hiểm

¹ Chủ yếu bao gồm: Công ty ngân hàng bán buôn, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ

² Bao gồm: Công ty bảo hiểm nhân thọ, công ty bảo hiểm phi nhân thọ và công ty bảo hiểm bù điện và bảo hiểm khác

và cho vay hộ gia đình. Công ty ngân hàng bán buôn tại Hàn Quốc có nguồn gốc ra đời từ việc thành lập các định chế tài chính liên doanh nước ngoài nhằm khuyến khích dòng vốn đầu tư nước ngoài vào lĩnh vực tư nhân và hoàn thiện hơn các sản phẩm dịch vụ tài chính. Hoạt động của công ty ngân hàng bán buôn chịu sự điều chỉnh của Luật Ngân hàng bán buôn và đến tháng 6 năm 2001, có 4 ngân hàng bán buôn với tổng giá trị tài sản lên tới 15 nghìn tỷ won. Đến tháng 6 năm 2006, con số ngân hàng bán buôn chỉ còn là 2 với thị phần giảm xuống từ 4,6% còn 0,7% do có 29 công ty bị xóa sổ trong quá trình tái cơ cấu hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc trong những năm gần đây. Công ty ngân hàng bán buôn huy động vốn thông qua hình thức phát hành các giấy tờ có giá như CMAs, đi vay và phát hành các giấy nợ... và sử dụng nguồn vốn này đầu tư vào chứng khoán, cho vay, cho thuê tài chính. Ngoài ra, công ty ngân hàng bán buôn cũng tham gia một số dịch vụ tài chính khác như chiết khấu, kinh doanh thương phiếu, quản lý tiền, nhận tín thác đầu tư...

+ *Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ:*

Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ có nguồn gốc xuất xứ từ Công ty tài chính và tiết kiệm tương hỗ theo sự quy định của Luật Công ty Tài chính và Tiết kiệm tương hỗ có hiệu lực từ tháng 3 năm 2001. Đến cuối tháng 6 năm 2001, tổng số ngân hàng tiết kiệm tương hỗ lên tới 125 với tổng tài sản là 23 nghìn tỷ won. Hoạt động của Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ cũng tương tự như các ngân hàng khác với chức năng chính là huy động tiền gửi và cho công chúng và các doanh nghiệp vừa và nhỏ vay. Tuy nhiên điểm khác biệt ở đây là định chế này không có chức năng làm trung gian thanh toán, và không được thành lập chi nhánh, vì thế phạm vi khách hàng của định chế này cũng bị giới hạn tương đối.

Ngoài các định chế tiền gửi phi ngân hàng trên, tại Hàn Quốc còn có các trung gian nhận tiền gửi phi ngân hàng khác như Tiết kiệm bưu điện, Các định chế hợp tác tín dụng ...

- **Định chế bảo hiểm (Insurance Companies)**

- + *Công ty bảo hiểm nhân thọ*

Công ty bảo hiểm nhân thọ Hàn Quốc hoạt động dưới sự điều chỉnh bởi Luật Kinh doanh bảo hiểm đảm bảo các hợp đồng bảo hiểm liên quan đến sự kiện bảo hiểm chết, bệnh tật, hưu trí... Kể từ năm 2000 trở lại đây, thị trường bảo hiểm nhân thọ tại Hàn Quốc đã phát triển tương đối nên số lượng công ty bảo hiểm kinh doanh trong lĩnh vực này đã đi vào ổn định với 23 công ty trong đó tính cả chi nhánh công ty bảo hiểm nước ngoài.¹

Do đặc trưng của loại hình kinh doanh này, trong mấy năm gần đây, doanh số bảo hiểm của các công ty bảo hiểm Hàn Quốc không ngừng gia tăng. Nếu như doanh số thu phí bảo hiểm nhân thọ của Hàn Quốc vào những năm đầu thập niên 90s là 16 nghìn tỷ won thì đến đầu những năm 2000, con số này lên tới 47 nghìn tỷ won trong đó nguồn thu phí từ bảo hiểm cá nhân chiếm tỷ trọng chủ yếu. Đến tháng 3 năm 2007, tổng giá trị tài sản của các công ty bảo hiểm nhân thọ Hàn Quốc lên tới 237.1 nghìn tỷ won với tốc độ tăng trưởng bình quân lên tới 13.6%.² Các công ty bảo hiểm nhân thọ Hàn Quốc đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của thị trường vốn nói riêng và thị trường tài chính Hàn Quốc nói chung khi các công ty này có tỷ trọng đầu tư vào các chứng khoán trên thị trường tài chính ngày các tăng. Nếu như vào đầu những năm 2000, các công ty bảo hiểm nhân thọ sử dụng hơn 57% nguồn vốn để đầu tư vào chứng khoán thì trong những năm gần đây, tỷ lệ này đã lên tới 64%. Trong số đó, đầu tư vào các chứng khoán chính phủ và lĩnh vực công chiếm hơn một nửa tổng doanh số đầu tư chứng khoán, việc đầu tư vào trái phiếu dài hạn của công ty và cho vay doanh nghiệp có xu hướng giảm dần. Điều này giúp các công ty bảo hiểm nhân thọ Hàn Quốc rất có tiềm lực trong khả năng chi trả, bồi thường, giảm thiểu rủi ro thanh khoản. Thêm vào đó, doanh số cho vay của các công ty bảo hiểm nhân thọ Hàn Quốc giảm và có sự chọn lọc, cho

¹ Nguồn: Bank of Korea, Financial system in Korea

² Nguồn: bank of Korea, Stability Report 2007

vay dưới chuẩn chỉ ở mức an toàn là 2.8% nên tỷ lệ này đảm bảo cho các công ty bảo hiểm nhân thọ giảm thiểu rủi ro tín dụng.

Một điểm đáng chú ý nữa trong hoạt động bảo hiểm nhân thọ Hàn Quốc trong thời gian gần đây đó là sự phối hợp chặt chẽ triển khai dịch vụ loại hình bảo hiểm này giữa các công ty bảo hiểm và ngân hàng (bancassurance). Theo đó, các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ có thêm một kênh marketing mới nên doanh số thu phí bảo hiểm qua hệ thống ngân hàng ngày càng tăng, chiếm tới trên 50% doanh số bảo hiểm.

+ Công ty bảo hiểm phi nhân thọ

Công ty bảo hiểm phi nhân thọ Hàn Quốc, cũng giống như loại hình này ở hầu hết các nước khác trên thế giới, là những định chế tài chính chuyên kinh doanh về lĩnh vực bảo hiểm trong đó đảm bảo cho các hợp đồng bảo hiểm liên quan đến bảo hiểm cháy, phương tiện giao thông...Loại hình công ty bảo hiểm này hoạt động cũng chịu sự điều chỉnh của Luật kinh doanh bảo hiểm. Với sự phát triển của thị trường này, số công ty bảo hiểm phi nhân thọ Hàn Quốc cũng tăng lên tương ứng kể từ năm 2001 đến 2006 là 19 và 29 công ty với tổng tài sản năm 2001 lên tới 29 nghìn tỷ won.

Các công ty bảo hiểm phi nhân thọ Hàn Quốc chủ yếu thu phí bảo hiểm từ dịch vụ bảo hiểm phương tiện giao thông (chiếm tới 41% trong tổng số phí bảo hiểm) và đầu tư vào chứng khoán (chiếm tới 46.3%). Các huy động và sử dụng nguồn vốn theo cách trên cho thấy vai trò vô cùng to lớn của các công ty bảo hiểm Hàn Quốc đối với sự phát triển của thị trường tài chính nước này.

• *Các tập đoàn tài chính*

Tập đoàn tài chính được ra đời lần đầu tiên ở Hàn Quốc là vào năm 2000 nhằm tăng cường cấu trúc lại hệ thống các tổ chức tài chính và nhằm khuyến khích các công ty chuyển đổi thống nhất thành tập đoàn tài chính. Hiện tại tại Hàn Quốc có 3 tập đoàn tài chính nắm giữ ngân hàng¹ và 01 tập đoàn tài

¹ Bao gồm: Woori Financial Holdings, Shinhan Financial Group và Hana Financial Group

chính phi ngân hàng¹ Đến cuối tháng 7 năm 2007, tổng tài sản của các tập đoàn này lên tới 50 nghìn tỷ won.

Các tập đoàn tài chính tại Hàn Quốc sở dĩ hoạt động và phát triển là do có sự ra đời của Luật Sáp nhập các định chế tài chính và Luật công ty mẹ của Tập đoàn Tài chính năm 2000. Đây chính là nền tảng pháp lý căn bản để hình thành 04 tập đoàn tài chính Hàn Quốc thông qua sự sáp nhập các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính suốt 7 năm qua.

Bảng 3.10. Tỷ suất lợi nhuận của các tập đoàn tài chính Hàn Quốc, so sánh với Mỹ và Nhật bản *Đơn vị: %*

	Hàn Quốc			US ²	Nhật Bản ³
	2004	2005	2006		
ROA	0.8	1.0	1.0	1.3	0.4
ROE	17.6	17.2	16.8	12.9	14.2

Nguồn: FSS, Financial Holding groups' annual reports

Các tập đoàn tài chính thực hiện tiết kiệm chi phí và tối đa hoá thu nhập, đổi mới quản trị doanh nghiệp, minh bạch hoá quá trình ra quyết định kinh doanh và thông tin đầy đủ đến các nhà đầu tư. Được phép bán chéo sản phẩm (cross – selling) với việc các công ty thành viên của tập đoàn có thể bán sản phẩm dịch vụ của mình tại mỗi chi nhánh hoặc kênh phân phối sản phẩm của các công ty thành viên khác; nhân viên của công ty con có thể am hiểu và nắm bắt nhiều loại sản phẩm dịch vụ khác nhau để chào bán cho khách hàng; cho phép chia sẻ thông tin của khách hàng giữa các đơn vị thành viên của tập đoàn. Tích hợp được các chính sách quản trị rủi ro của tập đoàn, giảm thiểu rủi ro tín dụng và rủi ro thị trường. Lợi ích về thuế rõ rệt do tập đoàn có chung

¹ Korea Investment Holdings, tiền thân là Sejong Financial Holdings thành lập vào tháng 6 năm 2000 giấy phép kinh doanh bị thu hồi do mất khả năng thanh toán và đến tháng 3 năm 2003, Korea Investment Holdings mới được tổ chức lại.

² Citi Group, BOA and JP Morgan Chase

³ Mitsubishi UFJ, Mizuho và Sumitomo Mitsui

một hệ thống báo cáo thu nhập và thuế; các công ty con và tập đoàn có thể cùng tính lợi nhuận và chi phí.

3.2.3.2. Kinh nghiệm phát triển các định chế tín dụng phi ngân hàng ở Hàn Quốc và bài học vận dụng cho Việt Nam

Qua nghiên cứu thực tiễn của các tổ chức trung gian tài chính phi ngân hàng Hàn Quốc cho thấy, hoạt động của các định chế tài chính này đã giúp nhà nước duy trì sự ổn định của khu vực tài chính, thúc đẩy thị trường tài chính Hàn Quốc trở nên cạnh tranh và hiệu quả hơn; lành mạnh hoá môi trường đầu tư và tăng lòng tin về thị trường tài chính. Mở rộng cơ hội đầu tư trong và ngoài nước vào thị trường tài chính thông qua việc tăng cường các hoạt động mua bán sáp nhập, liên kết, liên minh giữa các định chế tài chính. Thúc đẩy quá trình hiện đại hoá các dịch vụ tài chính theo thông lệ quốc tế, nhất là khuyến khích phát triển các dịch vụ mới, tăng cường trao đổi với các quốc gia phát triển như Mỹ, Anh, Nhật Bản có mô hình tương tự. Chính vì vậy, có thể rút ra một số bài học về thành công cũng như thất bại của Hàn Quốc cho Việt Nam

Thứ nhất, để các trung gian tài chính phi ngân hàng Hàn Quốc vận hành một cách hiệu quả và ngày càng phát triển, đóng vai trò quan trọng trong kênh dẫn vốn trực tiếp cho nền kinh tế, trước hết Hàn Quốc đã xây dựng một *hệ thống luật pháp, tạo hành lang pháp lý lành mạnh cho sự phát triển của các trung gian tài chính, trên cơ sở đó, góp phần phát triển thị trường tài chính Hàn Quốc*. Ví dụ, các tập đoàn tài chính Hàn Quốc sở dĩ hoạt động và phát triển trong thời gian gần đây là do có sự ra đời của Luật Sáp nhập các định chế tài chính và Luật công ty mẹ năm 2000. Đây chính là nền tảng pháp lý căn bản để hình thành 04 tập đoàn tài chính Hàn Quốc thông qua sự sáp nhập các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính suốt 7 năm qua như đã trình bày ở trên. Quá trình mua bán sáp nhập đã củng cố cả về quy mô và chất lượng của các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính; tạo nên những doanh

ng nghiệp nông cốt, có vai trò động lực trong khu vực dịch vụ tài chính; thúc đẩy thị trường tài chính Hàn Quốc trở nên cạnh tranh và hiệu quả hơn.

Thứ hai, *nâng cao vai trò quản lý nhà nước đối với hoạt động của các trung gian tài chính*, đặc biệt là đối với các tập đoàn tài chính trong thời gian gần đây. Thực tế cho thấy, sự ra đời của Ủy ban Giám sát Tài chính cùng các khung pháp lý vận hành các tập đoàn tài chính theo hướng tạo điều kiện kinh doanh bình đẳng là yếu tố quyết định để tập đoàn hoạt động ngày càng hiệu quả. Công ty mẹ của tập đoàn tài chính là công ty đại chúng phi ngân hàng với duy nhất một cổ phiếu của công ty mẹ nắm vốn đầu tư vào các công ty con bao gồm ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán và các công ty hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ tài chính khác. Chiến lược đầu tư, quyết định đầu tư, thay đổi nhân sự cấp cao của tập đoàn tài chính đều được Ủy ban Giám sát Tài chính theo dõi, giám sát và kịp thời đưa ra quyết định phù hợp luật pháp trên cơ sở năng lực nội tại của từng tập đoàn, sự phù hợp nhu cầu thực tiễn của thị trường.

Thứ ba, chính phủ đã có chủ trương *mở cửa thị trường tài chính và khuyến khích đầu tư nước ngoài nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh dịch vụ tài chính của các trung gian tài chính phi ngân hàng của Hàn Quốc*. Sự ra đời của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia với việc khuyến khích sở hữu nước ngoài qua hợp đồng chiến lược với các định chế tài chính trong nước (giới hạn sở hữu cổ phần có thể lên đến 100%) và các tập đoàn tài chính tạo kênh thông tin giám sát riêng biệt đối với các định chế có hoạt động tài chính đa năng...nhờ đó tăng năng lực phòng ngừa các rủi ro mang tính hệ thống. Xây dựng và phát triển Ủy ban Giám sát tài chính thành cơ quan hoạt động với chức năng định hướng và hỗ trợ các tập đoàn tài chính trong việc phát triển dịch vụ tài chính và năng lực quản trị điều hành, quản trị rủi ro; cấp phép cho các doanh nghiệp kinh doanh bán chéo sản phẩm; phát triển thị trường cho các định chế tài chính phi ngân hàng như Quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ đầu tư tư nhân, dịch vụ quản lý tài sản và các dịch vụ tài chính tiêu dùng...

Thứ tư, đa dạng hóa các sản phẩm tài chính, giới thiệu nhiều công cụ mới để tăng tính thanh khoản và hiệu quả dịch vụ tài chính thu hút khách hàng. Cách thức huy động và sử dụng nguồn vốn của các định chế bảo hiểm một cách khôn ngoan, an toàn khi đầu tư chủ yếu vào chứng khoán ngắn hạn của chính phủ, nhằm tăng tính thanh khoản, giảm thiểu rủi ro tín dụng đối với các khoản cho vay có chọn lọc, tăng cường liên kết phân phối sản phẩm tài chính (bancassurance) giữa các định chế tài chính trong thời gian qua phần nào giải thích được các tổ chức này đứng vững trước cơn bão khủng hoảng tài chính thế giới trong thời gian qua. Đây cũng có thể coi là bài học kinh nghiệm cho các công ty bảo hiểm Việt Nam trong thời kì hội nhập kinh tế thế giới.

3.3. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.3.1. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.3.1.1. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc

Hàn Quốc vào đầu thập niên 1960 là nước kém phát triển nhưng sau đó đã vượt qua giai đoạn phát triển ban đầu và thành công trong giai đoạn phát triển bền vững, trở thành nước tiên tiến trong thời gian rất ngắn. Các hoạt động trên thị trường tiền tệ diễn ra chủ yếu thông qua hoạt động ngân hàng vì các ngân hàng là chủ thể quan trọng nhất trong việc cung cấp và sử dụng vốn ngắn hạn. Trong giai đoạn trước năm 2002, ngành tài chính Hàn Quốc vẫn được đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ. Hệ thống các tổ chức tài chính ở Hàn Quốc được định chế thành ba loại: Ngân hàng Trung ương, các Ngân hàng thương mại và chuyên doanh và các tổ chức tài chính phi ngân hàng.

Năm 1950, Luật ngân hàng được công bố, cùng với sự ra đời của Ngân hàng Trung ương. Năm 1956, để tháo gỡ sự phụ thuộc của nông dân vào các khoản vay tư nhân với lãi suất rất cao, Ngân hàng Nông nghiệp được thành

lập theo Luật Ngân hàng. Trước kế hoạch 5 năm lần thứ nhất, Ủy ban tài chính và tiền tệ là cơ quan thiết lập chính sách tiền tệ và tín dụng. Năm 1962, Ủy ban này được đổi tên là Hội đồng tài chính và tiền tệ. Để phục vụ cho các hoạt động xuất khẩu và khuyến khích các ngân hàng nước ngoài đầu tư vào Hàn Quốc, Ngân hàng Ngoại hối ra đời vào tháng 1 năm 1967 và Ngân hàng Xuất nhập khẩu Hàn Quốc (EXIM Bank) được thành lập tháng 7 cùng năm đó. Bên cạnh đó, hàng loạt các ngân hàng thương mại được thành lập với hệ thống các tổ chức tài chính đa dạng. Theo Bộ luật chung về ngân hàng, các ngân hàng thương mại có thể tham gia cả vào các hoạt động thương mại lẫn kinh doanh tài chính dài hạn. Các ngân hàng thương mại còn thực hiện các hoạt động kinh doanh như bảo đảm và thế chấp, thu và chuyển tiền gửi, kinh doanh ngoại hối, thu và chi các khoản tiền cấp phát từ ngân sách như các đại diện của Ngân hàng Trung ương trong khuôn khổ của Điều luật chung về ngân hàng và các quy định có liên quan. Hiện nay, hầu hết các ngân hàng Hàn Quốc đều tham gia vào các hoạt động như: kinh doanh thẻ tín dụng, bán các chứng từ thương mại, bán các loại công trái... Các hoạt động kinh doanh chứng khoán của ngân hàng được hạn chế trong khuôn khổ đầu tư vào cổ phiếu, đứng tên đảm bảo cho các loại trái phiếu, giao dịch trái phiếu. Các ngân hàng chuyên môn vào các lĩnh vực duy trì các hoạt động tương tự như các ngân hàng thương mại, bên cạnh hoạt động liên quan đến từng lĩnh vực riêng. Các ngân hàng thương mại Hàn Quốc huy động vốn từ nhiều nguồn bao gồm tiền gửi, tiền vay và vốn tự có. Trong đó, tiền gửi là khoản quan trọng nhất chiếm tới 55% tổng số vốn tính đến cuối năm 1994. Nếu tính cả các loại chứng chỉ tiền gửi, tỷ lệ này là 65%. Đối với các ngân hàng nước ngoài ở Hàn Quốc, vốn tự có là quan trọng nhất, chiếm tới 55% tổng số vốn, trong khi nguồn tiền gửi bằng đồng Won từ người dân chỉ chiếm 3% vào năm 1994.

Một đặc điểm nổi bật trong các hoạt động kinh doanh ngân hàng ở Hàn Quốc là mỗi ngân hàng đều duy trì một tài khoản ủy thác tách biệt với tài

khoản ngân hàng. Kinh doanh ủy thác của ngân hàng có hai loại: ủy thác tiền tệ và ủy thác đầu tư chứng khoán. Ủy thác tiền tệ là một loại khế ước tương tự như tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn và không kỳ hạn. Chính phủ Hàn Quốc cho phép các ngân hàng kinh doanh ủy thác tiền tệ để duy trì sức cạnh tranh trên thị trường. Trong trường hợp ủy thác đầu tư chứng khoán, các ngân hàng thương mại hoạt động như người giám sát các khoản tiền của những người ủy thác trong các công ty ủy thác đầu tư chứng khoán.

Bảng 3.11. Tình hình kinh doanh của các ngân hàng Hàn Quốc năm 1996
Đơn vị: Tỷ won

Ngân hàng	Xếp hạng trên thế giới	Tổng lợi nhuận	Thu nhập ròng
ChoHung	171	497.2	110.2
Commercial	185	395.5	105.5
Korea First	159	443.4	6.2
Hanil	140	364.0	99.0
Seoul	-	281.4	-166.8
Korea Exchange	132	418.5	104.1
Tổng số		2400.0	218.2

Nguồn: Báo cáo của Ủy ban Giám sát tài chính Hàn Quốc (FSC), 1999.

Trong quá trình phục vụ cho sự phát triển và tăng trưởng kinh tế, chính sách tài chính – tiền tệ ở Hàn Quốc luôn thực hiện theo hai mục tiêu: ổn định và phát triển theo kiểu con lắc. Có thể chia chính sách tài chính- tiền tệ ở Hàn Quốc làm hai giai đoạn:

Giai đoạn 1: từ kế hoạch 5 năm lần thứ nhất đến cuối những năm 1980: thực hiện chính sách ổn định hóa để giảm lạm phát và tiến hành các chính sách thắt chặt tiền tệ. Hệ thống chính sách tài chính - tiền tệ của Hàn Quốc cơ bản được tiến hành đồng thời với sự khởi đầu của các kế hoạch phát triển kinh tế 5 năm. Bảng 3.12 minh họa tỷ lệ lạm phát và mức cung tiền tệ của Hàn Quốc trong giai đoạn 1965 – 1981. Trong những năm 1965-1981, mức tăng

cung tiền tệ (M1) trung bình là 30,1% và tỷ lệ đóng góp của cung tiền M1 vào GNP thực tế là 20,7%. Trong giai đoạn này, mặc dù nền kinh tế Hàn Quốc tăng trưởng cao (bình quân 8,7%/năm) nhưng cũng phải chịu tỷ lệ lạm phát rất cao (mức tăng chỉ số giá bán buôn (WPI) bình quân là 15,3%/năm) .

Bảng 3.12. Tỷ lệ lạm phát của Hàn Quốc và mức cung tiền tệ

Đơn vị: %

Năm	Chỉ số giá bán buôn (MPI)	Cung tiền tệ	GNP thực tế	Tỷ lệ đóng góp của M1 trong GNP thực tế
1965	9,9	34,2	5,8	26,8
1966	9,0	29,7	12,7	15,1
1967	6,4	44,5	6,6	35,6
1968	8,4	44,6	11,3	29,9
1969	6,4	41,7	13,8	24,5
1970	9,1	19,7	7,6	11,2
1971	8,9	18,7	8,0	8,5
1972	14,3	45,1	4,6	37,1
1973	6,9	40,6	14,9	22,4
1974	42,1	29,5	8,0	19,9
1975	26,6	25,0	7,1	16,8
1976	12,1	30,7	15,1	13,6
1977	9,0	40,7	10,3	27,6
1978	11,7	24,9	11,6	11,9
1979	18,6	20,7	6,8	13,4
1980	38,9	16,3	-3,9	39,2
1981	22,5	4,7	7,1	-2,2
Bình quân	15,3	30,1	8,7	20,7

Nguồn: Models of development; Lawrence J.Lau, 1990.

Để loại bỏ áp lực từ lạm phát và tăng cường ổn định nền móng cho các hoạt động tài chính, tiền tệ và công nghiệp, Chính phủ Hàn Quốc quyết tâm phát triển nhanh và thiết lập hệ thống các tổ chức tài chính theo hướng tăng trưởng, xác định tầm quan trọng của việc huy động các nguồn vốn và các chính sách tài chính cho quá trình tăng trưởng. Vào cuối những năm 1960, nền kinh tế bắt đầu đạt được sự tăng trưởng cao, các chính sách ổn định mạnh

mẽ được thực hiện trong lĩnh vực tài chính- tiền tệ và tỷ giá hối đoái, đặc biệt trong đầu tư nguồn vốn. Ở Hàn Quốc, hai mục tiêu của chính sách tiền tệ Chính phủ hướng tới là lãi suất và cung tiền tệ. Trong giai đoạn 1965-1969, các nhà thiết lập kế hoạch chính sách tiền tệ đã dựa vào tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ mục tiêu để lập kế hoạch tăng trưởng GNP, dự tính lạm phát và mức cung tiền tệ (M1). Công cụ chính sách chủ yếu để đạt được mục tiêu là quản lý nợ ngân hàng đối với khu vực tư nhân thông qua việc kiểm soát của Ngân hàng trung ương đối với các ngân hàng thương mại.

Trong giai đoạn 1970-1977, những khoản đầu tư lớn đã dẫn đến lạm phát cao cho nền kinh tế và tạo ra sự thâm hụt cán cân thanh toán. Các nhà lập kế hoạch chính sách tiền tệ nhận thức được rằng, để điều tiết sự tăng mức cầu đầu tư và tăng trưởng kinh tế, cần phải quản lý tín dụng trong nước của hệ thống ngân hàng. Do đó, tín dụng cho vay được cấp cho ngành tư nhân thông qua các ngân hàng thương mại, điều này đã làm cho mức cung tiền tệ mở rộng (M2) và tiền hẹp (M1) có sự liên quan chặt chẽ với nhau hơn. Tuy nhiên, sau cú sốc dầu mỏ năm 1979, đồng Won bị phá giá mạnh và sức ép lạm phát đè nặng lên nền kinh tế. Chính sách tiền tệ từ năm 1979 trở đi chuyển sang thời kỳ mục tiêu ổn định giá cả. Nhờ có chính sách thắt chặt tiền tệ và sự phát triển nhanh của các tổ chức tài chính phi ngân hàng (NBFIs), cơ cấu tài chính ở Hàn Quốc đã có những thay đổi nhanh chóng trong giai đoạn 1980-1987. Thay đổi rõ nét nhất là tỷ lệ ngành ngân hàng trên thị trường tài chính đã giảm mạnh. Tính trong tổng tín dụng tài chính, tỷ lệ của ngành ngân hàng giảm từ 63% xuống 49% trong giai đoạn 1980-1987, mặc dù tỷ lệ tín dụng ngân hàng trong GNP tăng 14%. NBFIs cũng tăng tỷ lệ của mình trong tín dụng và tiền gửi của các tổ chức tài chính. Tỷ lệ Trái phiếu công ty/ GNP tính đến giá trị trái phiếu công ty tăng gấp đôi trong vòng 3 năm từ năm 1980 – 1983, và liên tục giữ vững mức 10% trong các năm 1984 – 1987. Bảng 3.13 minh họa sự phát triển của ngành tài chính Hàn Quốc trong giai đoạn 1975-1987.

Bảng 3.13. Sự phát triển của ngành tài chính**Đơn vị: %**

Năm	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
M1/GNP	12,0	10,0	9,0	11,0	12,0	10,0	10,0	10,0	10,0
M2/GNP	31,0	34,0	34,0	38,0	39,0	37,0	39,0	39,0	40,0
M3/GNP	36,0	48,0	51,0	60,0	65,0	68,0	75,0	82,0	92,0
Trái phiếu/GNP	-	4,0	5,0	6,6	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Tín dụng ngân hàng/GNP	39,0	43,0	44,0	49,0	51,0	51,0	56,0	50,0	49,0
Tín dụng NBFIs/GNP	10,0	25,0	28,0	33,0	37,0	44,0	50,0	47,0	50,0
Tỷ lệ tín dụng của ngân hàng	79,4	63,2	61,1	59,8	58,0	54,0	53,0	51,0	49,0
Tỷ lệ tín dụng của NBFIs	21,6	36,8	38,9	40,2	42,0	46,0	47,0	49,0	51,0
Tỷ lệ vay ngân hàng	15,5	20,0	17,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0

Nguồn: Models of development; Lawrence J.Lau, 1990.

Trong những năm đầu thập kỷ 80 của thế kỷ XX, các công ty tài chính và đầu tư được khuyến khích phát triển để làm cầu nối giữa thị trường chịu sự chi phối của quy luật cung- cầu với thị trường tài chính có tổ chức. Với những nỗ lực đó, tỷ lệ lãi suất của các hối phiếu thương mại do các công ty tài chính và đầu tư đưa ra được phép tự do hóa phụ thuộc vào tình hình thị trường và cao hơn lãi suất tiền gửi trong các ngân hàng. Hơn nữa, các ngân hàng nhận bảo đảm các hối phiếu thương mại nhằm giảm rủi ro và khuyến khích sự phát triển của các tổ chức này. Đối với các công ty bảo hiểm và ủy thác đầu tư, lãi suất thường cao hơn từ 2-3 điểm cơ bản so với lãi suất ngân hàng. Tỷ lệ lãi suất cao như vậy đã làm tăng nhanh chóng các khoản tiền gửi của NBFIs. Các công ty phải tìm cách tiếp cận NBFIs hoặc thị trường tín dụng trực tiếp do có sự kiểm soát chặt chẽ tín dụng trong nước của ngành ngân hàng.

Về lãi suất, trong những năm 1980, lãi suất đã giảm mạnh và cơ cấu lãi suất đã thay đổi đáng kể. Lãi suất cho vay ngân hàng giảm từ 20,2% năm 1980 xuống 10% năm 1982 và duy trì ở mức 10-11,5% ở những năm sau đó. Năm 1984, Chính phủ đã cho phép các ngân hàng cho vay với biên độ lãi suất rộng hơn. Điều này được coi là bước đi đầu tiên tiến tới giai đoạn tự do hóa lãi suất về sau của ngành tài chính Hàn Quốc.

Giai đoạn 2 (từ cuối những năm 1980 đến 2002): cải cách ngân hàng và tự do hóa tài chính. Bước vào những năm 1990, chính sách thắt chặt tiền tệ và lãi suất thấp của Chính phủ sau khi phát huy được tác dụng, kích thích và nâng cao tính hiệu quả của các ngành công nghiệp, đã gây ra những hậu quả nặng nề cho nền kinh tế Hàn Quốc về tính quan liêu trong ngành tài chính và tính tiêu cực của mối quan hệ giữa chính phủ - ngân hàng - nhà kinh doanh, gây ra nợ nước ngoài nặng nề, lạm phát cao kinh niên và sự đầu tư quá mức không cần thiết cho các ngành ưu tiên trong khi chúng đã có được những vị trí cạnh tranh nhất định trên thị trường.

Ngày 22 tháng 5 năm 1993, Chính phủ Hàn Quốc công bố chương trình cải cách tài chính với kế hoạch kinh tế 5 năm tiếp theo nhằm phát triển ngành tài chính và đối phó với những thay đổi của thị trường tài chính trong và ngoài nước. Chính phủ xác định cần phải tăng cường các quy định về tài chính, nâng cao hiệu quả của các chính sách tiền tệ, tăng cường các chức năng giám sát của ngân hàng, thúc đẩy quốc tế hóa tài chính. Chủ trương của Chính phủ Hàn Quốc là quá trình tự do hóa lãi suất cần được thực hiện từng bước, tương xứng với sự phát triển của nền kinh tế và thị trường tài chính. Đồng thời, cũng cần có một sự cân bằng thích đáng giữa các mức tiền gửi và tiền vay cũng như giữa các lĩnh vực của ngành tài chính để đảm bảo một sự ổn định tổng thể trên thị trường tài chính.

Kế hoạch tự do hóa lãi suất ở Hàn Quốc được chia thành 4 giai đoạn với các bước thực hiện khác nhau. Trong đó đáng chú ý, giai đoạn 3 từ tháng 7 năm 1994 với việc nới lỏng những hạn chế về toàn bộ các thủ tục tài chính.

Các loại chứng từ như: Chứng nhận tiền gửi (CDs), thỏa thuận mua lại (RPs) tiền gửi theo nhu cầu (DPs) được phép phát hành trong thời gian 60 ngày (ngắn hơn so với mức 90 ngày trước đây), với giá trị tối thiểu của các loại chứng từ này là 30 triệu Won. Các ngân hàng thương mại cũng được phép bán trở lại những chứng khoán mới dưới hình thức chứng từ thương mại mà họ đang nắm giữ. Trong giai đoạn 4 từ tháng 11 năm 1995, các tổ chức tài chính được tự do hơn trong việc bán những công cụ tài chính ngắn hạn như CDs, RPs, giấy chấp nhận của ngân hàng (BA) và các hóa đơn thương mại khi giá trị tối thiểu của các loại công cụ này được hạ xuống từ 200 triệu Won xuống 100 triệu Won.

Năm 1997, sự phá giá mạnh của đồng Won và sự chao đảo dữ dội trên thị trường chứng khoán đã đưa cuộc khủng hoảng tài chính đến với Hàn Quốc, đẩy nước này vào tình trạng tồi tệ nhất kể từ ba thập kỷ trước đó. Tỷ lệ tăng trưởng GDP thực tế năm 1997 chỉ đạt 5,5% so với 7,1% của năm 1996 và 8,9% của năm 1995 và là mức thấp nhất kể từ năm 1970. Năm 1998, tăng trưởng GDP thực tế ở mức âm 5,8%. Nợ trong nước của các công ty ở mức kỷ lục 450 tỷ USD đã đẩy hệ thống ngân hàng Hàn Quốc vào nguy cơ sụp đổ hàng loạt do thiếu khả năng thanh toán. Tính đến hết năm 1998, Hàn Quốc đã đóng cửa 21 ngân hàng thương mại, đình chỉ hoạt động của nhiều quỹ tín dụng. Để thoát khỏi cuộc khủng hoảng, Hàn Quốc đã phải cầu cứu IMF. Khoản tiền vay 57 tỷ USD từ IMF cũng chỉ bằng 37% tổng số tiền mà các công ty Hàn Quốc đang vay nợ nước ngoài nhưng cũng giúp Hàn Quốc chặn đứng nguy cơ xuống dốc hơn nữa của nền kinh tế. Tuy nhiên, những quy định của IMF đưa ra cho Hàn Quốc về thanh toán tài chính, cải cách hệ thống ngân hàng, điều chỉnh thị trường lao động... là một thách thức hết sức khắc nghiệt đối với nền kinh tế đang suy thoái toàn diện. Một trong số đó là yêu cầu tự do hóa thị trường vốn, mở rộng giới hạn về sở hữu cổ phần đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài. Trước tháng 12 năm 1997, giới hạn này chỉ từ 26% đến 55% nhưng tới ngày 25 tháng 5 năm 1998, giới hạn này đã bị loại bỏ hoàn toàn và

thay vào đó là chính sách tự do về sở hữu cổ phần. Ngoài ra, IMF cũng ràng buộc Hàn Quốc phải tự do hóa thị trường chứng khoán, thị trường tiền tệ, loại bỏ mọi trở ngại trong việc vay vốn nước ngoài của các công ty, tự do hóa hoàn toàn cho FDI... Những đề nghị IMF đưa ra buộc Hàn Quốc phải phá vỡ chế độ kiểm soát kinh tế quan liêu từ trước tới nay, đẩy hàng loạt các công ty Hàn Quốc vào tình thế không thể dựa dẫm, kiến tạo một thị trường tài chính cạnh tranh lành mạnh hơn. Chính phủ Hàn Quốc kéo dài thời gian trả nợ cho các khoản nợ ngắn hạn của các ngân hàng trong nước với tổng số nợ 21,8 tỷ USD từ các ngân hàng nước ngoài bằng việc thương lượng để có thể nhận các khoản tín dụng dài hạn từ IMF. Chính phủ Hàn Quốc cũng phát hành công trái quốc tế trị giá 4 tỷ USD để huy động vốn, đặc biệt là vốn nước ngoài. Chính phủ Hàn Quốc cũng xác định cần phải cải thiện cơ cấu nợ trung hạn và dài hạn, thực hiện các biện pháp chống đầu cơ tiền tệ.

Sau cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính năm 1997, chính sách tài chính - tiền tệ được thay đổi để bảo đảm tính lành mạnh, trung thực và hiệu quả cho hệ thống các tổ chức tài chính. Để giải quyết khủng hoảng, chính sách tiền tệ tiếp tục được thắt chặt để phục hồi và duy trì sự ổn định thị trường, kiềm chế tác động của lạm phát do sự mất giá của đồng Won. Việc cung ứng khả năng thanh toán trên diện rộng phải chấm dứt, lãi suất tăng mạnh và duy trì ở mức cao để ổn định thị trường tiền tệ. Chính sách tỷ giá linh hoạt với sự can thiệp hạn chế để tránh những biến động quá lớn của tỷ giá.

Chính sách thắt chặt tiền tệ tiếp tục được thực hiện trong năm 1998 và 1999. Bên cạnh đó, một chiến lược cải cách hệ thống các tổ chức tài chính được ban hành, bao gồm 3 phần: (1) chính sách “Bàn tay sạch”; (2) tăng cường kỷ luật giám sát và kỷ luật thị trường; (3) tăng tính cạnh tranh. Để thực hiện chiến lược này, chính phủ đã đóng cửa 9 ngân hàng đầu tư mất khả năng thanh toán, thu hồi giấy phép đăng ký của các ngân hàng nhỏ, không có khả năng kinh doanh. Các ngân hàng phải thực hiện yêu cầu tổ chức lại và tăng vốn tự có. Chính sách này còn bao gồm cả việc hợp nhất, sáp nhập các tổ

chức tài chính. Chính phủ còn cam kết hủy bỏ cơ chế bảo đảm tiền gửi hiện hành vào cuối năm 2000 và thay vào đó bằng một hệ thống bảo hiểm tiền gửi chuyên nghiệp, chỉ bảo vệ những người gửi tiền nhỏ và có nguồn tài chính duy nhất từ sự đóng góp của khu vực tài chính. Các ngân hàng Hàn Quốc cần thực thi chính sách tiền tệ một cách độc lập. Chính phủ còn cho phép người nước ngoài thành lập các công ty con của ngân hàng và các trung tâm môi giới vào giữa năm 1998, nhằm khuyến khích cạnh tranh và nâng cao hiệu quả tài chính. Tháng 4 năm 1999, đạo luật “Foreign Exchange Transaction Act” (Đạo luật giao dịch ngoại hối) đã thay thế đạo luật quản lý ngoại hối cũ, cho phép các công ty có thể huy động, vay mượn nguồn vốn ngoại tệ từ nước ngoài, hình thành các thị trường vốn tương lai trong xu thế toàn cầu hóa kinh tế.

Với mục tiêu đảm bảo tính thanh khoản của quản lý dự trữ, một phần dự trữ được đầu tư vào công cụ của thị trường tiền tệ bằng đồng USD như tiền gửi, tín phiếu. Tuy nhiên, mức đầu tư ngắn hạn chỉ ở quy mô nhỏ, đủ để đáp ứng nhu cầu để và giảm chi phí cơ hội. Với mục tiêu sinh lời nhưng vẫn phải an toàn và thanh khoản, dự trữ ngoại hối được đầu tư một cách đa dạng theo các đồng tiền mạnh như USD, EUR, GBP, JPY... vào các công cụ có lãi suất cố định như trái phiếu Chính phủ và một phần dự trữ ngoại hối được giao cho các nhà quản lý nước ngoài đầu tư là loại hình đầu tư gián tiếp vào các tài sản có mức sinh lời cao đồng thời có mức rủi ro cao.

Về công cụ đầu tư, Hàn Quốc đầu tư vào các công cụ có lãi suất cố định như trái phiếu Chính phủ hay trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu quốc gia, trái phiếu công ty do các tổ chức tài chính phát hành, trái phiếu công ty do người nước ngoài quản lý. Về tiêu chuẩn đối tác đầu tư, thì Hàn Quốc chỉ đầu tư vào các đối tác có xếp hạng tín nhiệm từ AA trở lên. Về việc xác định cơ cấu đồng tiền trong dự trữ, cần xem xét các yếu tố như: cơ cấu đồng tiền của nợ nước ngoài, cơ cấu đồng tiền trong thanh toán cán cân vãng lai, cơ cấu của các thị trường trái phiếu toàn cầu chủ chốt. Cơ cấu đồng

tiền này chỉ xem xét để thay đổi hàng năm và không thường xuyên thay đổi và việc thay đổi cơ cấu đồng tiền chỉ diễn ra dần dần và năm 2005, để đa dạng hóa đồng tiền, tỷ lệ đầu tư vào đồng USD giảm mặc dù USD lên giá so với EUR. Việc quản lý dự trữ còn được thực hiện dựa vào việc phân bổ theo đối tác như Chính phủ, tổ chức tài chính và phân bổ dự trữ dựa vào đường thu nhập và mục tiêu kỳ hạn.

Bảng 3.14. Tình hình hoạt động của hệ thống tài chính- ngân hàng Hàn Quốc sau khủng hoảng (tính đến tháng 2 năm 1999)

Tên và số lượng các tổ chức	Bị thu hồi giấy phép vĩnh viễn	Tạm đình chỉ hoạt động	Tổng cộng
Các ngân hàng nói chung (33)	5	-	5
Các ngân hàng thương mại chuyên môn (30)	16	-	16
Các công ty chứng khoán (37)	3	3	6
Các công ty bảo hiểm (50)	4	-	4
Các công ty uỷ thác đầu tư (6)	1	1	2
Các công ty tài chính và huy động tiết kiệm hỗn hợp (230)			
Các quỹ tín dụng (1666)	1	22	23
Các công ty cho thuê tài chính	-	-	-

Nguồn: Báo cáo của Ủy ban Giám sát tài chính (FSC), 20-1-1999.

Tại Hàn Quốc, các nhà quản lý dự trữ ngoại hối trực tiếp có thể được phép đầu tư trên nguyên tắc tuân thủ các tiêu chuẩn đầu tư đã được quyết định (benchmarks) nhưng các tiêu chuẩn đầu tư này thường được qui định theo biên độ trần để linh hoạt. Các tiêu chuẩn đầu tư được phân bổ chi tiết theo khu vực như Chính phủ, đại lý, công ty và theo kỳ hạn dựa vào phân tích về đường cong lợi tức và xu hướng lãi suất, loại chứng khoán và việc mua bán

ngắn hạn trên thị trường ngoại hối. Ngoài ra, Hàn Quốc còn sử dụng nghiệp vụ cho thuê chứng khoán để có thêm thu nhập với rủi ro tối thiểu thông qua việc sử dụng các công ty chứng khoán và Hàn Quốc còn mở đại diện tại New York và London.

Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện nay, Hàn Quốc cần phải đa dạng hơn trong đầu tư dự trữ ngoại hối để có mức sinh lời cao hơn, đặc biệt trong bối cảnh dự trữ ngoại hối vượt mức cần thiết như hiện nay để giảm thiểu chi phí cơ hội. Nguyên tắc thanh khoản trong quản lý dự trữ sẽ hạn chế mức thu nhập. Trong bối cảnh dự trữ ngoại hối toàn cầu gia tăng như hiện nay thì các công cụ đầu tư truyền thống như trái phiếu kho bạc Mỹ chỉ tăng với khối lượng hạn chế. Do vậy, phải tính đến các công cụ không truyền thống như trái phiếu công ty, chứng khoán của các nước phát triển, quỹ bảo hiểm, bất động sản, chứng khoán của thị trường mới nổi và đặc biệt phải tính đến việc sử dụng các quỹ quản lý của nước ngoài khi đầu tư vào các công cụ không truyền thống này. Hiện nay, Hàn Quốc bắt đầu sử dụng chương trình quản lý tài sản nợ có (AML) và thấy rằng nên sử dụng chương trình này vì hiện nay Hàn Quốc có sự chênh lệch lớn giữa tài sản có nước ngoài ròng và tài sản nợ trong nước và có sự xung đột giữa việc quản lý dự trữ ngoại hối và chính sách tiền tệ.

Để có thể đáp ứng với những thay đổi và thách thức trong quản lý dự trữ ngoại hối, Hàn Quốc xác định cần nâng cao chất lượng trong việc xây dựng chiến lược phân bổ cơ cấu dự trữ dựa trên mô hình kinh tế lượng để đảm bảo thu được lợi nhuận cao nhất trong miền rủi ro cho phép, cần sử dụng các phần mềm vi tính hiện đại trong việc phân bổ cơ cấu dự trữ theo công cụ đầu tư mới không truyền thống như trái phiếu công ty và đặc biệt phải thường xuyên đào tạo cán bộ chuyên sâu đi kèm với cơ chế đãi ngộ, khen thưởng. Bên cạnh đó hạch toán cần theo tiêu chuẩn quốc tế và đảm bảo tính minh bạch trong quản lý.

Hàn Quốc đã vượt qua được cuộc khủng hoảng một cách mạnh mẽ và những thành tựu kinh tế của Hàn Quốc được cả thế giới biết đến như “Kỳ tích trên sông Hàn”. Đó là một quá trình phi thường đã nhanh chóng giúp cải tạo nền kinh tế Hàn Quốc, đánh dấu một bước ngoặt trong lịch sử của đất nước. Hàn Quốc phần đầu trở thành đầu mối của khối kinh tế hùng mạnh châu Á trong thế kỷ 21.

Bảng 3.15. Giá trị dự trữ ngoại hối của Hàn Quốc (triệu USD)

	Tháng 9/2008
A. Tài sản dự trữ chính thức	239,672.00
(1) Dự trữ ngoại hối (dưới dạng ngoại hối có thể chuyển đổi)	240,368.00
(a) Chứng khoán	216,824.00
(b) Tổng ngoại tệ và tiền gửi tại:	23,544.00
(i) các NHTW khác, BIS and IMF	438
(ii) Các NHTM nước ngoài	23,106.00
(2) Trạng thái dự trữ IMF	336
(3) SDRs	85
(4) Vàng	75
(5) Tài sản dự trữ khác	-1,192.00
B. Các tài sản ngoại hối khác (specify)	151
các khoản tiền gửi không bao gồm trong tài sản dự trữ chính thức	151

Nguồn: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/kor/eng/curkor.htm>

Hiện nay, cuộc khủng hoảng tài chính thế giới bắt nguồn từ cuộc khủng hoảng tín dụng nhà đất tại Mỹ đang tác động không nhỏ tới các nền kinh tế. Các chuyên gia kinh tế nhận định kinh tế Hàn Quốc sẽ suy giảm do những tác động của cuộc khủng hoảng này. Số liệu thống kê vừa công bố cho thấy quá trình tăng trưởng liên tục trong 10 năm qua của nước này đang đến hồi kết thúc, và quá trình tụt dốc đã bắt đầu. Xu hướng suy giảm của nền kinh tế trong năm 2009 là điều chắc chắn không thể tránh khỏi. Sự bất ổn định của thị trường tài chính sẽ vẫn tiếp diễn. Thâm hụt tài khoản vốn kinh niên và gia tăng thâm hụt thương mại đã khiến thâm hụt tài khoản vãng lai của Hàn Quốc

trong 8 tháng đầu năm lên tới 13 tỷ USD, đưa nước này vào giới hạn báo động đỏ lần đầu tiên trong vòng 10 năm qua. Lo ngại về việc gia tăng thâm hụt tài khoản vãng lai và sự thiếu hụt USD trong các ngân hàng càng làm tăng bất ổn trên thị trường tài chính Hàn Quốc, khiến thị trường chứng khoán nước này đã sụt giảm gần 50% so với thời điểm cao nhất khi chỉ số chứng khoán đạt gần 2000 điểm hồi năm ngoái. Đồng Won đã mất giá tới 33% so với USD tính từ đầu năm đến nay.

Sau khi đồng Won rớt giá mạnh mức thấp nhất trong 32 tháng qua, Chính phủ Hàn Quốc đã áp dụng những biện pháp can thiệp mạnh vào thị trường tiền tệ, cho phép các tập đoàn nhà nước vay USD của nước ngoài để góp phần ổn định đồng nội tệ. Ngoài ra, USD sẽ được “bơm” vào thị trường ngoại hối nếu nhu cầu vay của các tập đoàn tăng. Hiện tại cả 4 tập đoàn nhà nước của Hàn Quốc đều có kế hoạch vay USD của nước ngoài với tổng giá trị lên tới 4 tỷ USD. Các chuyên gia cho rằng nhiều khả năng chính phủ Hàn Quốc đã bán từ 2 - 3 tỷ USD trong tổng số 258 tỷ USD dự trữ ngoại tệ của nước này để bình ổn thị trường tiền tệ. Sau khi có sự can thiệp của chính phủ, đồng Won đã lên giá mạnh so với đồng USD và đứng ở mức cao nhất trong vòng 2 tháng qua với tỷ giá là 1004,9 won/USD.

Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc tiếp tục đợt cắt giảm lãi suất theo Ủy ban tài chính tiền tệ, lãi suất cơ bản đã giảm thêm 0,75%. Các ngân hàng thương mại của Hàn Quốc cũng đồng loạt cắt giảm lãi suất sau quyết định trên nhằm ổn định thị trường tín dụng. Tài khoản cá nhân ký thác theo thị trường tiền tệ ngắn hạn và tài khoản doanh nghiệp ký thác theo thị trường tiền tệ ngắn hạn sẽ lần lượt giảm lãi suất theo thứ tự sau: 4,3% xuống 4,2% và 3,8% xuống 3,7%. Các ngân hàng tiếp tục có những điều chỉnh hợp lý sao cho phù hợp với xu hướng lãi suất trên thị trường.

Quỹ Tiền tệ quốc tế và các cơ quan phân loại tín dụng quốc tế đã có phản ứng tích cực đối với chính sách bình ổn thị trường tài chính của Hàn Quốc công bố ngày 19 tháng 10 năm 2008, điển hình như việc bảo lãnh thanh

toán trị giá 100 tỷ USD trong vòng 3 năm tới cho các khoản vay nước ngoài của các ngân hàng thương mại bắt đầu từ tháng 6 năm 2009, với hi vọng các biện pháp tích cực sẽ mang chính sách của Hàn Quốc tiến lại gần hơn với các nước phát triển và giúp xoá bỏ áp lực đối với thị trường đồng đô la trong nước. Chính sách đưa ra sẽ giúp làm tăng niềm tin với hệ thống tài chính trong nước và thu hút lại sự quan tâm đối với nền tảng nền kinh tế vĩ mô vững chắc của Hàn Quốc, một quốc gia có lượng dự trữ ngoại tệ lớn.

Theo thông cáo báo chí của Bộ Chiến lược và Tài chính, chính phủ Hàn Quốc sẽ nhanh chóng cấp 30 tỉ USD hỗ trợ tính thanh khoản ngoại tệ của các ngân hàng. Nhằm tăng cường tính thanh khoản của đồng won trên thị trường, Ngân hàng Hàn Quốc sẽ mua lại các cổ phiếu theo các hợp đồng mua bán lại và trái phiếu chính phủ. Các chuyên gia tài chính tin tưởng vào nền tảng vững chắc của các ngân hàng Hàn Quốc nhờ gói giải pháp 130 tỷ đôla của Chính phủ. Những biện pháp này là cần thiết khi xem xét đến sự mất dần niềm tin vào thị trường tín dụng toàn cầu và không đặt các ngân hàng Hàn Quốc vào các mối quan hệ bất lợi với các thị trường khác.

Các chuyên gia cho rằng tình hình kinh tế Hàn Quốc hiện nay không xấu hơn thời điểm khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997. Bài học từ cuộc khủng hoảng 10 năm trước đã khiến các công ty của Hàn Quốc quản lý tốt các khoản nợ của doanh nghiệp và dự trữ ngoại tệ quốc gia của Hàn Quốc cao gấp nhiều lần thời điểm 1997 - 1998 với khoảng 240 tỷ USD. Việc Chính phủ thông qua nhanh hơn dự kiến gói cứu trợ cả gói trị giá 130 tỷ USD và các biện pháp phụ trợ sẽ giúp ổn định thị trường.

3.3.1.2. Một số bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam

Từ thực tiễn phát triển thị trường tiền tệ và các sản phẩm trên thị trường tiền tệ ở Hàn Quốc, chúng ta rút ra bài học kinh nghiệm thành công cũng như thất bại của Hàn Quốc như sau:

Thứ nhất, Chính phủ Việt Nam cần phải duy trì và định hướng mục tiêu tăng trưởng kinh tế thông qua chiến lược trong từng giai đoạn nhất định. Việc xác định mục tiêu tăng trưởng kinh tế có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong việc phát triển thị trường tiền tệ. Từ đó, Chính phủ có thể hoạch định được các đường lối chính sách một cách rõ ràng, các chủ thể khác trên thị trường tiền tệ cũng có thể trù tính kế hoạch tương lai cho mình, tránh những thiệt hại đáng tiếc.

Thứ hai, Chính phủ cần phải nhanh chóng và thích nghi trong việc hoạch định chính sách. Chính phủ Hàn Quốc đã vượt qua được cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997- 1998 một cách khá thành công là nhờ sự phản ứng kịp thời và thích nghi nhanh chóng.

Thứ ba, Việt Nam cần phải học tập kinh nghiệm của chính phủ Hàn Quốc trong việc hợp tác giữa chính phủ và giới kinh doanh. Chính phủ Hàn Quốc luôn tham khảo ý kiến của giới kinh doanh đối với hầu hết tất cả các chính sách tiền tệ tài chính quan trọng.

Thứ tư, Việt Nam cần phát huy được vai trò của các Tổng công ty, các tập đoàn trong nước để có thể tận dụng được nguồn lực xã hội, thúc đẩy tăng trưởng thị trường tiền tệ một cách bền vững. Trên thực tế, các Chaebol của Hàn Quốc đã trở thành bộ xương sống của nền kinh tế Hàn Quốc. Các Chaebol đã có tiềm lực cực kỳ mạnh mẽ, đến mức có thể kiểm soát cả lĩnh vực kinh tế chính trị xã hội và các hoạt động trên thị trường tài chính nói riêng. .

Thứ năm, về vấn đề nguồn nhân lực, Hàn Quốc đã lựa chọn được các cán bộ lãnh đạo có tri thức và tận tâm, làm việc liên tục và cống hiến hết mình vì sự phát triển của đất nước. Điều này tại Việt Nam chưa thực sự nổi bật khi Chính phủ chưa sử dụng hiệu quả nguồn nhân lực chất lượng cao trong lĩnh vực tài chính- ngân hàng, chưa có sự tham vấn các nhà kinh doanh có tri thức và kinh nghiệm.

3.3.2. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Đẩy mạnh việc phát hành trái phiếu chính phủ là phương thức huy động vốn hữu hiệu cho ngân sách nhà nước và đầu tư phát triển, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cũng như phát triển thị trường tài chính. Vì thế, một nền tài chính muốn phát triển, hơn bao giờ hết cần thiết phải phát triển thị trường trái phiếu, đặc biệt là thị trường trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, ở Việt Nam thị trường trái phiếu nói chung và thị trường trái phiếu chính phủ nói riêng đều đang ở giai đoạn sơ khai và chưa thực sự là kênh huy động vốn hiệu quả. Mặc dù ở trình độ phát triển cao hơn, thị trường tài chính Hàn Quốc nói chung, thị trường trái phiếu nói riêng có khá nhiều điều kiện phát triển tương đồng với Việt Nam, đặc biệt là các chính sách áp chế tài chính của Hàn Quốc là nguyên nhân dẫn đến sự phát triển mất cân đối của thị trường tài chính Hàn Quốc, tạo tiền đề cho khủng hoảng tài chính xuất hiện khi có tác động của các cú sốc từ bên ngoài. Việc nghiên cứu kinh nghiệm Hàn Quốc sẽ giúp Việt Nam phát triển vững chắc thị trường trái phiếu nói chung, thị trường trái phiếu chính phủ nói riêng dựa trên những bài học về thành công cũng như thất bại của thị trường trái phiếu Hàn Quốc.

3.2.2.1. Khái quát chung về thị trường trái phiếu Hàn Quốc

Thị trường trái phiếu Hàn Quốc là thị trường lớn thứ hai ở châu Á sau Nhật Bản. Tính tới cuối năm 2007, tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành lên tới 1313,81 tỷ USD. Thị trường trái phiếu đóng vai trò quan trọng trong quá trình huy động vốn phục vụ công nghiệp hóa nền kinh tế Hàn Quốc. Các nhà phát hành trái phiếu chủ yếu là các nhà sản xuất công nghiệp sử dụng trái phiếu cùng với cổ phiếu và vốn vay ngân hàng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình; các doanh nghiệp phát triển cơ sở hạ tầng chủ yếu sử dụng trái phiếu để huy động vốn dài hạn; chính quyền địa phương và trung ương cũng sử dụng trái phiếu để tài trợ cho các khoản chi tiêu thâm hụt ngân sách.

Ngân hàng và các công ty đầu tư tín thác là những nhà đầu tư chủ yếu trên thị trường trái phiếu. Trái phiếu chiếm một tỷ trọng lớn trong tài sản đầu tư của họ.

Trái phiếu Hàn Quốc có thể được chia làm 5 loại chủ yếu: trái phiếu chính phủ; trái phiếu bình ổn tiền tệ do Ngân hàng Hàn Quốc phát hành; trái phiếu doanh nghiệp; trái phiếu do các định chế tài chính phát hành; và trái phiếu khác bao gồm trái phiếu phát hành cho các mục tiêu cụ thể do các cơ quan chính phủ và chính quyền địa phương phát hành.

Trái phiếu sau khi phát hành được giao dịch trên sở giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường OTC. Phần lớn trái phiếu được giao dịch trên thị trường OTC. Tính tới năm 2006, tổng lượng trái phiếu giao dịch trên thị trường trái phiếu Hàn Quốc có giá trị bằng 804,5 ngàn tỷ KRW tăng 4,67 lần so với năm 1996. Trong đó trái phiếu chính phủ tăng với tốc độ nhanh nhất từ 23,3 nghìn tỷ KRW năm 1996 lên 254,3 nghìn tỷ KRW năm 2006. Năm 2006, thị phần của trái phiếu chính phủ là 31,61%, trái phiếu bình ổn tiền tệ chiếm tỷ trọng 19,69%, trái phiếu doanh nghiệp chiếm tỷ trọng 15,13%, và trái phiếu do các định chế tài chính phát hành chiếm tỷ trọng 20,52%, trái phiếu đặc biệt và trái phiếu của chính quyền địa phương chiếm tỷ trọng 13,06% toàn thị trường. Cơ cấu thị trường trái phiếu năm 2006 có sự thay đổi đáng kể so với thời kỳ trước khủng hoảng tài chính, năm 1996. Sau khủng hoảng tài chính năm 1997-1998, chính phủ Hàn Quốc đã có những cải cách quan trọng đối với thị trường trái phiếu sẽ được mô tả cụ thể trong phần sau.

Hệ thống tài chính là người sở hữu chính của hầu hết các trái phiếu lưu hành ở Hàn Quốc. Năm 1998, Ngân hàng sở hữu 45,91% tổng lượng trái phiếu được lưu hành, Công ty quản lý tài sản sở hữu 40,10% tổng trái phiếu, các nhà đầu tư khác chỉ sở hữu 13,99% tổng lượng trái phiếu trên thị trường. Trong thời kỳ này, các công ty chứng khoán chỉ giữ một lượng rất nhỏ trái phiếu để đầu cơ trong một khoảng thời gian ngắn. Các công ty bảo hiểm, chủ

yếu là bảo hiểm nhân thọ có các khoản đầu tư dài hạn và thường giữ trái phiếu đến khi đáo hạn trái phiếu.

Bảng 3.16 Cơ cấu các loại trái phiếu ở Hàn Quốc (nghìn tỷ KRW)

Loại trái phiếu	1996	1998	2000	2002	2004	2006
Trái phiếu Chính phủ	23,3	41,6	71,2	90,2	170,5	254,3
Trái phiếu bình ổn tiền tệ	30	45,7	66,4	83,9	142,5	158,4
Trái phiếu doanh nghiệp	61,3	122,7	143,1	162,7	131	121,7
Trái phiếu tài chính	28,9	48,5	73	104,4	115,7	165,1
Trái phiếu khác	28,8	86,2	86,6	139,9	116,4	105,1
Tổng cộng	172,3	344,6	440,3	581,7	676,8	804,5

Nguồn: Bank of Korea, Financial Supervisory Service.

Bảng 3.17. Cơ cấu sở hữu trái phiếu Hàn Quốc (nghìn tỷ KRW)

Định chế tài chính	1998	2000	2002	2004	2006
Ngân hàng	158,2	224	222,3	217,5	267,5
Quỹ hưu trí	0,3	18,9	61,8	109,5	145,2
Công ty bảo hiểm	4,5	18,9	63,4	89,2	114
Công ty chứng khoán	29,6	47,9	66,6	79,7	103,1
Công ty quản lý tài sản	138,2	82,8	89,2	105,9	85,6
Khác	13,8	47,8	78,4	75	89,1
Tổng số	344,6	440,3	581,7	676,8	804,5

Nguồn: Bank of Korea, Financial Supervisory Service

So với năm 1998, thời kỳ bắt đầu tái cơ cấu hệ thống tài chính sau khủng hoảng, cơ cấu sở hữu trái phiếu năm 2006 đã có sự thay đổi cơ bản. Ngân hàng vẫn sở hữu trái phiếu với tỷ trọng lớn nhất mặc dù đã có sụt giảm từ 45,91% năm 1998 xuống 33,25% năm 2006. Công ty quản lý tài sản không còn là nhà đầu tư quan trọng trên thị trường trái phiếu. Năm 2006, công ty quản lý tài sản chỉ sở hữu 10,64% tổng trái phiếu đang lưu hành. Quỹ hưu trí

và các công ty bảo hiểm đã vượt lên trở thành nhà đầu tư quan trọng thứ hai và thứ ba trên thị trường trái phiếu với tỷ trọng tương ứng là 18,05% và 14,17%.

3.3.2.2. Thị trường trái phiếu chính phủ Hàn Quốc

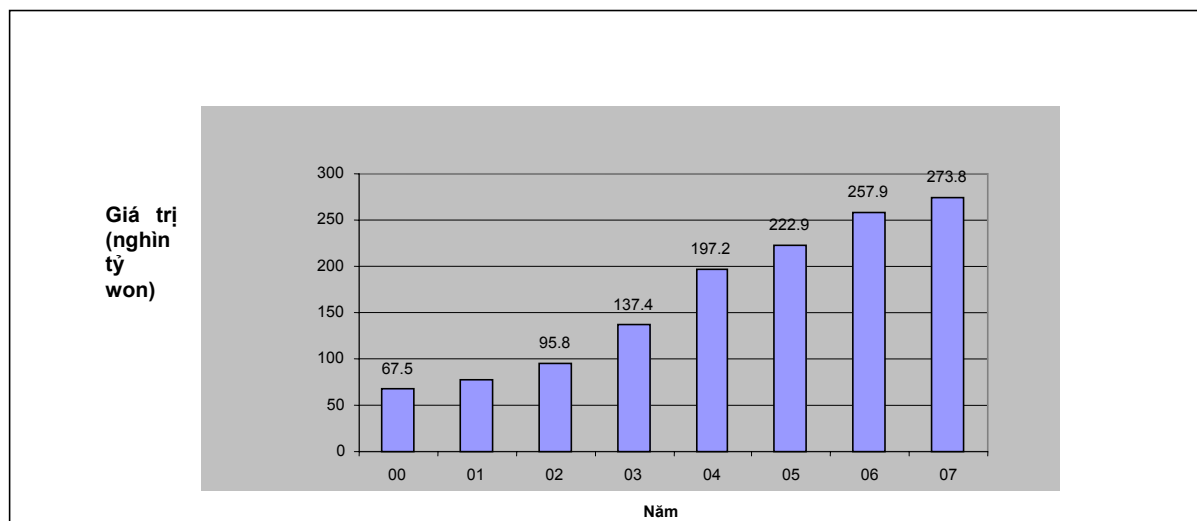
Trước khủng hoảng tài chính năm 1997, thị trường trái phiếu chính phủ của Hàn Quốc còn rất sơ khai, chưa phát triển. Lúc đó, chính phủ Hàn Quốc chỉ tập trung vào việc xây dựng một cán cân tài chính hiệu quả mà chưa thực sự quan tâm đến việc phát hành và phát triển thị trường trái phiếu chính phủ, số lượng trái phiếu chính phủ quá nhỏ so với số lượng cần thiết để xây dựng một thị trường trái phiếu chính phủ năng động và phát triển. Với chế độ bao mua bắt buộc, trái phiếu chính phủ của Hàn Quốc được phát hành với lãi suất đáo hạn thấp hơn mức lãi suất thị trường, điều này không tạo ra động lực phát triển cho thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp - Secondary market.

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, thị trường trái phiếu chính phủ Hàn Quốc đã thu được những thành công lớn, phát triển cả về chất lượng và quy mô. Sau khủng hoảng, Hàn Quốc cần một khoản tiền lớn để chi trả cho công cuộc tái thiết cơ cấu tài chính và khôi phục lại nền kinh tế. Vì thế trái phiếu chính phủ được phát hành với số lượng rất lớn nhằm thu về nguồn tài chính khổng lồ, giải quyết khâu tài chính rất quan trọng cho Hàn Quốc vào lúc bấy giờ.

Một vấn đề khác nảy sinh là chính phủ mất rất nhiều chi phí cho việc phát hành và các dịch vụ khác khi phát hành trái phiếu. Để giải quyết vấn đề này, Hàn Quốc tiến hành nâng cao cơ cấu thể chế và cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu chính phủ. Hai biện pháp chính được sử dụng, đó là: xây dựng thị trường trái phiếu chính phủ tập trung của Hàn Quốc (Korea Exchange - KRX) hoạt động dựa trên giao dịch điện tử hiện đại và ban hành các quy định giao dịch bắt buộc đối với các chaebol trên thị trường tập trung. Việc thành lập thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp chia thị trường trái phiếu chính phủ của

Hàn Quốc ra làm hai thị trường là thị trường tập trung và thị trường phi tập trung. Thị trường trái phiếu chính phủ tập trung hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử và thị trường trái phiếu chính phủ phi tập trung hoạt động dựa trên hệ thống tin nhắn thoại. Trái phiếu chính phủ chưa niêm yết hay đã được niêm yết đều được mua bán tại hai thị trường này.

Hình 3.4. Giá trị trái phiếu chính phủ phát hành giai đoạn 2000 - 2007

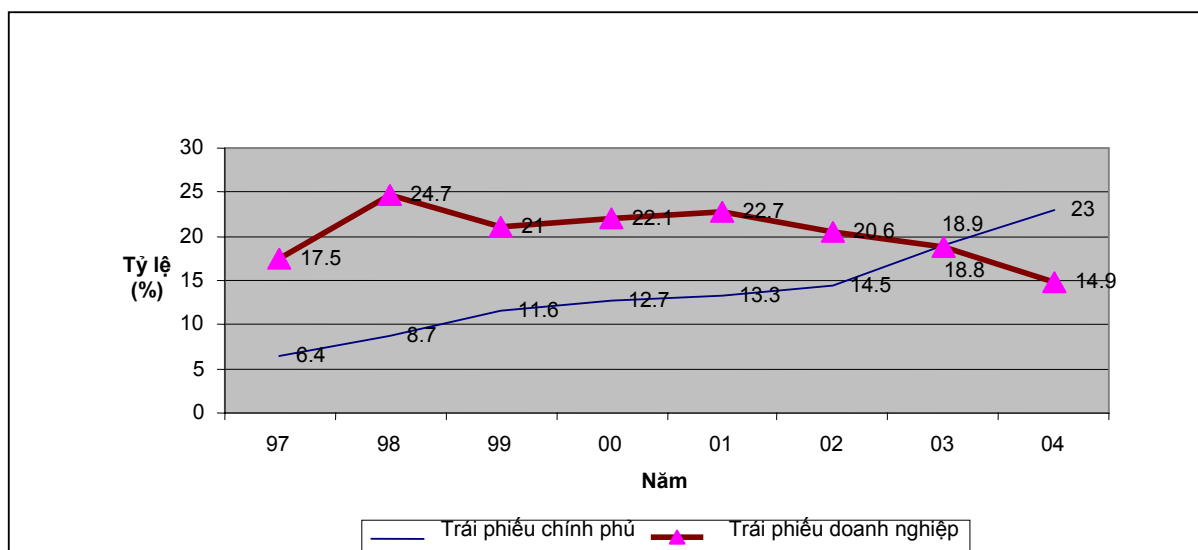


Nguồn: Korea Securities Dealers Association, 2008

Trước khủng hoảng, số lượng trái phiếu chính phủ được phát hành chỉ bằng khoảng 1/3 số lượng trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, sau khủng hoảng, số lượng trái phiếu chính phủ đã tăng không ngừng và vượt cả trái phiếu doanh nghiệp vào năm 2003.

Cùng với sự lớn mạnh về số lượng, chất lượng trái phiếu chính phủ cũng tăng lên đáng kể thông qua việc cải cách lại thể chế và xây dựng kiến trúc thượng tầng. Tuy nhiên, một nghịch lý là số lượng trái phiếu ngày một tăng cao khiến cho chi phí phát hành và chi phí cho các dịch vụ khác khi phát hành trái phiếu chính phủ cũng tăng lên không ngừng, điều đó có nghĩa là đã lấy đi một khoản ngân sách không nhỏ của Hàn Quốc. Do vậy, biện pháp mà chính phủ Hàn Quốc lựa chọn để phát triển nhanh, mạnh và hiệu quả thị trường trái phiếu chính phủ chính là ***xây dựng thị trường trái phiếu tập trung hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử và áp dụng các quy định giao dịch bắt buộc đối với các nhà giao dịch thị trường.***

Hình 3.5. Tỷ lệ của trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp trong tổng GDP giai đoạn 1997-2004



Nguồn: Ủy ban kinh tế và tài chính Hàn Quốc, Daekeun Park, đại học Hanyang, 08/2006

3.3.2.3. Các biện pháp chính phủ Hàn Quốc áp dụng nhằm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ

a. Xây dựng thị trường trái phiếu chính phủ tập trung, hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử:

Một trong các biện pháp mà Hàn Quốc áp dụng nhằm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ là thành lập thị trường trái phiếu chính phủ tập trung vào năm 1999. Ban đầu, thị trường trái phiếu chính phủ tập trung của Hàn Quốc được thành lập dành riêng cho các nhà giao dịch trái phiếu chính phủ lớn, sau đó các giao dịch chứng khoán doanh nghiệp cũng được phép tiến hành tại đây. Việc thành lập thị trường trái phiếu chính phủ tập trung chia thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp của Hàn Quốc ra thành hai thị trường: **thị trường phi tập trung và thị trường tập trung**.

Tại thị trường phi tập trung, trái phiếu chính phủ được giao dịch thông qua phương thức thỏa thuận giữa các nhà đầu tư với các công ty chứng khoán hoặc giữa các tổ chức tài chính với nhau thông qua một hệ thống tin nhắn

thoại riêng biệt. Đây là hình thức phổ biến trong mua bán trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, các chuyên gia nghiên cứu của Hàn Quốc cũng nhận thấy tính phi hiệu quả và kém minh bạch trong quá trình hoạt động của thị trường này. Một xu hướng rất mạnh mẽ xuất hiện tại các thị trường trái phiếu phát triển như Mỹ và châu Âu, đó là các giao dịch mua bán trái phiếu được tiến hành thông qua hệ thống giao dịch điện tử thay thế cho hệ thống giao dịch thông qua tin nhắn thoại và cho thấy việc áp dụng hệ thống giao dịch điện tử góp phần giảm chi phí giao dịch và tăng tính minh bạch của quá trình giao dịch, giúp nâng cao hiệu quả của thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp.

Chính phủ Hàn Quốc quyết định xây dựng hệ thống giao dịch điện tử làm cơ sở hoạt động cho thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp, gọi tắt là KTS (Korea Trading System) và được áp dụng cho thị trường trái phiếu chính phủ tập trung ngay từ năm 2000.

Khác với hệ thống giao dịch thông qua tin nhắn thoại, tính ưu việt của hệ thống giao dịch điện tử thể hiện ở đặc điểm đa chức năng, đặc biệt về vấn đề bảo mật thông tin và quản lý hoạt động của thị trường, loại bỏ hoàn toàn sự mất cân bằng thông tin giữa các nhà đầu tư, những lệnh mua bán được xác nhận lại chỉ trong vòng 3 giây. Bên cạnh đó, hệ thống này có các bức tường lửa, máy đọc vân tay, giấy chứng nhận, chữ kí số và còn nhiều công cụ an toàn khác nữa.

Quá trình giao dịch thông qua hệ thống giao dịch điện tử được tiến hành từ 9 giờ cho đến 15 giờ mỗi ngày. Trong khoảng thời gian đó, tổng giá trị giao dịch lên tới 1 tỉ Won, tương đương với 0.9 tỷ USD. Các lệnh bán và lệnh mua sẽ tự động được khớp, đảm bảo tính công bằng và minh bạch trong giao dịch. Quy tắc khớp lệnh là đấu giá cạnh tranh thông qua hệ thống đa giá chứ không phải là đấu giá trực tiếp. Cơ sở lựa chọn trong đấu giá là ưu tiên giá và ưu tiên thời gian. Hệ thống giao dịch điện tử này được xây dựng với mục tiêu là giảm thiểu chi phí. Trên thực tế, mục tiêu này đã được thực hiện. Cùng một khối lượng giao dịch, nếu tiến hành trên thị trường trái phiếu phi tập trung với hệ

thống giao dịch tin nhắn thoại sẽ mất 50 triệu USD, thì trên thị trường phi tập trung thông qua hệ thống giao dịch điện tử sẽ chỉ mất khoảng 2.5 triệu USD. Mặt khác, các thành viên tham gia không phải mất phí tham gia giao dịch. Hoạt động của hệ thống này rất rõ ràng và minh bạch. Điều khiển điện tử đa năng hoạt động dựa trên cơ sở hệ thống mạng đa chiều. Kết quả sẽ được hiển thị trên màn hình theo thời gian thực. Quá trình hoạt động của hệ thống cũng rất ổn định. Đặc biệt còn có một quỹ đảm bảo hoạt động ổn định của hệ thống giao dịch điện tử. Quỹ này được đóng góp bởi các thành viên tham gia vào hệ thống này, tính theo phần trăm giá trị giao dịch. Cụ thể: Cổ phiếu: 0,001% giá trị giao dịch; Nghiệp vụ tương lai: 0,00015% giá trị ước tính; Nghiệp vụ quyền chọn: 0,001% phí quyền chọn; Trái phiếu chính phủ (chỉ áp dụng cho các thành viên đặc biệt): 0.002% giá trị giao dịch.

b. Ban hành và áp dụng các quy định bắt buộc đối với các nhà giao dịch chính thức

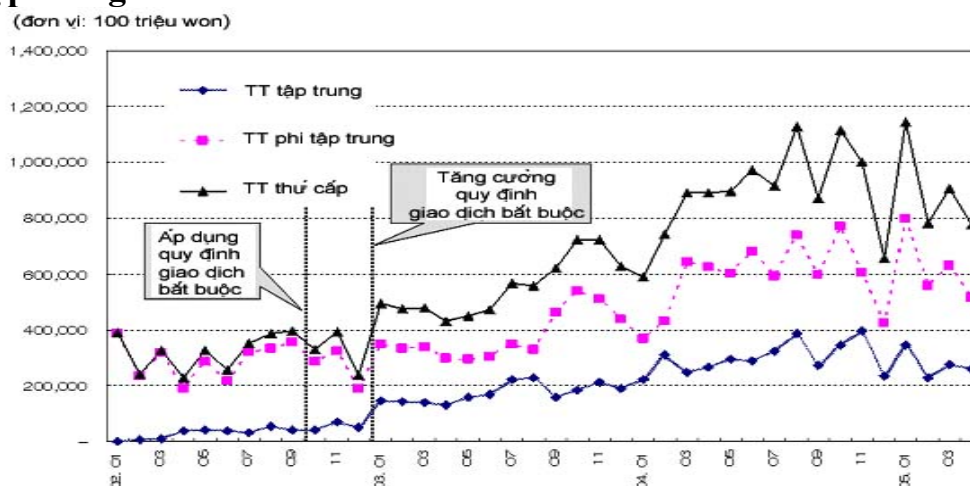
Như vậy, từ năm 1999, thị trường trái phiếu chính phủ tập trung của Hàn Quốc đã chính thức được thành lập. Tuy nhiên, sau khi thành lập, người ta chưa thấy hiệu quả mà nó mang lại cho thị trường trái phiếu nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Lượng giao dịch trên thị trường trái phiếu chính phủ tập trung sau khi thành lập còn rất ít. Các nhà đầu tư vẫn chủ yếu giao dịch trên thị trường phi tập trung. Do khối lượng giao dịch nhỏ nên phương thức báo giá trên thị trường tập trung không phản ánh đúng thực trạng cung cầu của thị trường, chưa thực sự là cơ sở tham khảo hiệu quả cho các nhà đầu tư. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để tăng khối lượng giao dịch trên thị trường trái phiếu chính phủ tập trung vì chỉ khi làm được điều này thì thị trường trái phiếu chính phủ tập trung mới có thể phát huy được vai trò của mình như mục tiêu đã đặt ra?

Để khắc phục vấn đề này, tháng 10 năm 2002 chính phủ Hàn Quốc quyết định ban hành các quy định giao dịch bắt buộc đối với các nhà giao dịch chính. Theo quy định, họ phải tiến hành mua bán các trái phiếu đã niêm yết,

và ít nhất 20% tổng giá trị trái phiếu chính phủ đã niêm yết mà họ giao dịch phải được thực hiện trên thị trường tập trung. Quy định này còn được tiếp sức khi chính phủ Hàn Quốc quyết định đưa con số giao dịch bắt buộc từ 20% lên 40 % vào tháng 1 năm 2003.

Việc ban hành và thực thi các quy định giao dịch bắt buộc đóng góp một phần không nhỏ trong việc thu hút các nhà đầu tư không chính thức tham gia vào thị trường trái phiếu chính phủ tập trung, mặc dù quy định này chỉ áp dụng đối với các nhà giao dịch chính thức. Chỉ tính từ tháng 4/2002 đến tháng 1/2003 thị phần của các nhà giao dịch chính trên thị trường trái phiếu chính phủ tập trung tăng từ 30% lên xấp xỉ 50%; thị phần của các nhà giao dịch không chính thức cũng tăng từ 3% vào tháng 4 năm 2002 lên 20% vào tháng 4 năm 2005. Đây là bằng chứng thuyết phục nhất cho đặc tính của thị trường trái phiếu “*tính thanh khoản này kéo theo tính thanh khoản khác*”. Khi số lượng các nhà giao dịch chính tăng lên sẽ làm tăng tính thanh khoản của thị trường tập trung. Điều này lại làm cho thị trường tập trung trở nên hấp dẫn, thu hút các nhà đầu tư mới tham gia vào thị trường.

Hình 3.6. Khối lượng giao dịch trên thị trường tập trung và thị trường phi tập trung



Nguồn: Ủy ban kinh tế và tài chính Hàn Quốc, Daekeun Park, đại học Hanyang, 08/2006

Ngoài ra, thực tiễn cũng cho thấy rằng, *các biện pháp này không chỉ phát triển thị trường trái phiếu chính phủ tập trung mà còn làm tăng tính hiệu quả của thị trường trái phiếu chính phủ phi tập trung. Cụ thể là làm tăng tính thanh khoản của cả hai thị trường.* Nếu cùng với các lợi ích mang lại cho thị trường tập trung lại là sự suy giảm khối lượng giao dịch và tính thanh khoản của thị trường phi tập trung thì không thể khẳng định rằng các biện pháp trên là hoàn toàn hiệu quả đối với thị trường trái phiếu chính phủ. Trên thực tế, việc thành lập thị trường trái phiếu chính phủ tập trung hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử và việc áp dụng các quy định giao dịch bắt buộc làm tăng tính thanh khoản của hai thị trường đã làm minh bạch hóa quá trình giao dịch, đồng thời giảm thiểu chi phí giao dịch. Để chỉ ra hiệu quả của hệ thống giao dịch điện tử trong việc minh bạch hóa hoạt động trên cả hai thị trường các chuyên gia phân tích và dự báo đã sử dụng một số phương pháp đánh giá khác nhau dựa trên dữ liệu giao dịch trong ngày có được từ thị trường tập trung và phi tập trung, bao gồm: phương pháp đánh giá dựa vào khối lượng giao dịch, phương pháp đánh giá dựa vào tỉ lệ doanh thu, phương pháp đánh giá dựa vào độ lệch chuẩn của giá giao dịch, phương pháp đánh giá dựa vào biểu đồ về khối lượng giao dịch và tính bất ổn của thị trường,...

Bảng 3.18. Tỉ lệ doanh thu hàng năm của trái phiếu chính phủ
Đơn vị: %

Năm	TT tập trung	TT phi tập	TT thứ cấp
2001	41.2	478.0	519.1
2002	16.9	743.0	759.9
2003	59.6	480.2	539.8
2004	197.8	431.7	629.5
2005	246.7	487.2	734.0
2006	305.8	414.7	720.4

Nguồn: Ủy ban kinh tế và tài chính Hàn Quốc, Daekeun Park, đại học Hanyang, 08/2006

Các kết quả đánh giá đã chứng minh tính đúng đắn của các biện pháp mà chính phủ Hàn Quốc lựa chọn áp dụng nhằm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ: tính thanh khoản của thị trường tập trung đã tăng lên đáng kể sau khi các quy định giao dịch bắt buộc được áp dụng. Hơn thế nữa, các biện pháp này không hề làm suy giảm tính thanh khoản cũng như hiệu quả và khối lượng giao dịch của thị trường trái phiếu chính phủ phi tập trung. Ngược lại, tính thanh khoản và minh bạch của thị trường phi tập trung đã được cải thiện đáng kể sau khi các quy định giao dịch bắt buộc đối với các nhà giao dịch chính thức được ban hành.

Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong công cuộc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ sẽ rất hữu ích cho các nước đang nỗ lực phát triển thị trường trái phiếu chính phủ nói chung và Việt Nam nói riêng. Trên cơ sở các kinh nghiệm này, các nước sẽ tìm được các giải pháp thích hợp để phát triển thị trường trái phiếu chính phủ như là một kênh huy động vốn hiệu quả trong quá trình phát triển thị trường tài chính của đất nước.

3.3.2.4. Một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Thị trường trái phiếu ở Việt Nam bao gồm tín phiếu kho bạc, trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp, chứng chỉ tiền gửi và các chứng khoán nợ có giá trị khác. Trong đó, trái phiếu chính phủ chiếm thị phần lớn cả về khối lượng và giá trị giao dịch.

Hoạt động của thị trường sơ cấp dựa trên nghị định 141/2003/ND-CP, thông tư số 29/2004/TT-BTC của Bộ tài chính và quyết định số 46/4006/QĐ-CP của chính phủ, theo đó, Bộ tài chính, Ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB) phát hành trái phiếu chính phủ (phổ biến là loại trái phiếu có thời gian đáo hạn 5 năm) và Ngân hàng Nhà nước thực hiện các đợt đấu giá trái phiếu kho bạc – T-bills. Trên thị trường thứ cấp, các nhà đầu tư chủ yếu là các ngân hàng và các công ty bảo hiểm đều trong xu hướng “mua” và “giữ” trái phiếu chờ đáo hạn. Đến thời điểm trước ngày 02/06/2008, trái phiếu chính phủ được

giao dịch phân tán tại HaSTC (148 loại) và tại HoSE (409 loại). Bên cạnh đó còn có 215 loại trái phiếu chính phủ không giao dịch. Tại thị trường OTC, các giao dịch đối với các loại trái phiếu này hiện nay vẫn chưa được thực hiện. Thực tế cho thấy, việc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam còn nhiều hạn chế: *Số lượng trái phiếu chính phủ Việt Nam phát hành ra với số lượng khá lớn song vẫn có những đợt phát hành không thành công. Giá trị giao dịch của trái phiếu chính phủ/giá trị niêm yết và mức độ tập trung của trái phiếu chính phủ của Việt Nam còn rất thấp so với trái phiếu chính phủ của các nước khác trong khu vực; cả thị trường trái phiếu chính phủ sơ cấp và thứ cấp đều chưa được quan tâm phát triển đúng mức, vẫn còn thiếu vắng các nhà tạo lập thị trường.*

Qua nghiên cứu kinh nghiệm thành công cũng như thất bại trong phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn Quốc, có thể rút ra một số bài học cho thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam như sau:

Thứ nhất, cần thực hiện tốt công tác phát hành trái phiếu chính phủ trên thị trường sơ cấp.

Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, trước khủng hoảng số lượng trái phiếu chính phủ được phát hành nhỏ hơn rất nhiều so với trái phiếu doanh nghiệp. Số lượng trái phiếu chính phủ chỉ bằng khoảng một phần ba số lượng trái phiếu doanh nghiệp. Nhưng sau khủng hoảng, để tăng cường cho công cuộc tái thiết cơ cấu tài chính và khôi phục lại nền kinh tế, số lượng trái phiếu chính phủ đã tăng không ngừng và vượt cả trái phiếu doanh nghiệp vào năm 2003. Hiện nay, 3 loại trái phiếu chủ yếu trên thị trường sơ cấp của Hàn Quốc: Trái phiếu kho bạc (Treasury bonds – TBs) có thời hạn 3, 5 hoặc 10 năm, trong đó loại trái phiếu có thời hạn 3 năm là phổ biến nhất; trái phiếu nhà quốc gia (National Housing Bonds – NHBs) được phát hành theo quy định của luật xúc tiến xây dựng nhà ở của Hàn Quốc gồm loại I (thời hạn 5 năm), loại II có thời hạn 20 năm); trái phiếu quỹ cân bằng hối đoái (Foreign

Exchange Equalization Fund Bonds – FEEFBs) cho phép nhà đầu tư được mua, bán ngoại tệ và quản lý vốn ở nước ngoài.

Để thúc đẩy hoạt động đầu tư vào trái phiếu chính phủ và tăng tính cạnh tranh trong thị trường, chính phủ đã đưa ra các biện pháp và dỡ bỏ hạn chế trong việc phát hành trái phiếu chính phủ. Ngay từ 01/1999, các tổ chức đầu tư công chúng phải cam kết tham gia đấu giá trên thị trường sơ cấp. Hơn thế, chính phủ thay thế hệ thống đấu thầu trái phiếu thông qua chứng từ truyền thống bằng hệ thống đấu thầu điện tử thông qua ngân hàng Hàn Quốc (Bank of Korea – BOK) nhằm tạo mối liên kết hiệu quả giữa ngân hàng trung ương và các tổ chức tài chính.

Đối với các nhà kinh doanh trên thị trường sơ cấp gần như độc quyền trong đặt giá nhằm thúc đẩy hoạt động thị trường trái phiếu. Đến 02/2004 đã có 22 nhà kinh doanh trên thị trường sơ cấp trong đó chủ yếu là các công ty chứng khoán và ngân hàng. Bên cạnh đó, hiện nay, chính phủ Hàn Quốc cho phép liên kết các nhà môi giới kinh doanh để thực hiện các giao dịch giữa các nhà kinh doanh trái phiếu cũng như các công ty môi giới và công ty chứng khoán nhằm tăng tính thanh khoản cũng như tính minh bạch trong giao dịch trái phiếu. Đến tháng 2/2005, đã có 2 tổ chức liên doanh hoạt động trong lĩnh vực này đó là: tập đoàn môi giới tiền tệ Hàn Quốc và tập đoàn môi giới liên kết kinh doanh Hàn Quốc. Như vậy có thể thấy rằng, để phát triển được thị trường thứ cấp hiệu quả, thì vấn đề cốt lõi là có sự phối hợp thực hiện giữa chính phủ và các nhà kinh doanh trên thị trường sơ cấp một cách hiệu quả.

Ở Việt Nam, trước hết cần phải thực hiện tốt công tác phát hành và minh bạch thông tin; đa dạng hoá kỳ hạn phát hành TPCP (từ 90 ngày đến 15 năm) và hình thành các kỳ hạn chuẩn. Tiếp đến, cần tiến hành đổi mới phương thức phát hành bằng cách hạn chế bán lẻ TPCP, giảm bớt tần suất phát hành và chủ yếu tập trung vào phát hành trái phiếu theo lô lớn. Chẳng hạn như thay vì phát hành liên tục TPCP theo lô nhỏ vài trăm tỷ đồng thì nên để dồn lại và phát hành lô 1.000 - 2.000 tỷ đồng, có cùng ngày thanh toán, cùng một lãi suất. Việc phát

hành TPCP lớn sẽ giảm số lượng các loại TPCP lưu hành trên thị trường, giúp các nhà đầu tư cũng như các tổ chức trung gian dễ theo dõi, nắm bắt diễn biến về giá của các loại TPCP.

Ngoài ra, cần đẩy mạnh phát hành trái phiếu qua các phương thức đấu thầu và bảo lãnh phát hành, tuy nhiên nên có sự phân chia khối lượng phát hành cho mỗi phương thức theo kỳ hạn trái phiếu, tránh tình trạng các đợt phát hành diễn ra quá gần nhau trong cùng thời kỳ, gây ra sự chồng chéo và làm giảm hiệu quả của đợt phát hành.

Một vấn đề nữa khi thực hiện công tác phát hành là cần lựa chọn lãi suất trần của trái phiếu chính phủ phù hợp. Điều này phụ thuộc vào chính sách lãi suất của trái phiếu chính phủ. Đối với các nhà đầu tư trong nước, nếu như lãi suất trái phiếu chính phủ quá thấp, mà lạm phát lại có xu hướng tăng thì lãi suất của trái phiếu chính phủ sẽ không đủ để bù lại mức tăng giá do lạm phát. Đối với các nhà đầu tư nước ngoài, lãi suất cao hơn mức trung bình thế giới của trái phiếu chính phủ Việt Nam là sức hút chủ yếu. Vì thế khi quyết định mức lãi suất trần quá thấp thì việc thất bại trong công tác phát hành là không thể tránh khỏi. Nhiệm vụ của tổ chức phát hành là căn cứ vào xu hướng chung của lãi suất và lạm phát trên thị trường mà đưa ra chính sách lãi suất trần cho phù hợp.

Thứ hai, phát triển thị trường trái phiếu chính phủ tập trung hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử ngay từ đầu, từ đó tăng khả năng thanh khoản cũng như nâng cao tính minh bạch của thị trường phi tập trung.

Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, để phát triển thị trường trái phiếu hiệu quả, ngay từ đầu chính phủ Hàn Quốc đã lựa chọn biện pháp thành lập thị trường trái phiếu chính phủ tập trung và phát triển song song với thị trường phi tập trung. Mặc dù, việc lựa chọn biện pháp này chính phủ Hàn Quốc phải đối mặt với một rủi ro rất lớn là làm suy giảm tính thanh khoản của thị trường phi tập trung và chia nhỏ thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp thành hai nửa riêng rẽ là thị trường tập trung và thị trường phi tập trung. Nhưng với việc áp dụng hệ thống giao dịch điện tử vào hoạt động của thị

trường tập trung đã làm tăng tính minh bạch và tính thanh khoản của thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp nói chung.

Thứ ba, tiếp tục hoàn thiện thị trường trái phiếu chính phủ chuyên biệt

Ở thị trường Việt Nam, trái phiếu chính phủ hiện được niêm yết theo giá và áp dụng nguyên tắc đấu giá giống như cổ phiếu (ưu tiên về giá, ưu tiên về thời gian), không áp dụng biên độ dao động giá. Tuy nhiên, cổ phiếu và trái phiếu là hai loại hàng hóa có đặc điểm và tính chất hoàn toàn khác nhau, việc áp dụng giao dịch trái phiếu và cổ phiếu như nhau trên cùng một hệ thống giao dịch tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán là không có hiệu quả. Do đó, cần tách biệt giao dịch trái phiếu và giao dịch cổ phiếu ra thành 2 giao dịch riêng biệt là cần thiết. Hơn nữa, giữa các trái phiếu cùng chủ thể phát hành nhưng khác đợt phát hành cũng khác nhau về lãi suất và thời gian đáo hạn. Việc yết giá trái phiếu theo thị giá cũng không làm nổi bật sự khác biệt đó và nếu trong nhiều phiên liên tiếp, trái phiếu không có giao dịch thì việc công bố giá tham chiếu dựa trên kết quả giao dịch gần nhất trước đó cũng ít có ý nghĩa vào thời điểm giao dịch thỏa thuận hiện tại.

Để tăng cường hiệu quả hoạt động của thị trường trái phiếu, là kênh huy động vốn lớn trong phát triển các dự án quốc gia, việc xây dựng một thị trường trái phiếu chuyên biệt là rất cần thiết. Thực tế cho thấy, thị trường chứng khoán của Hàn Quốc đã phát triển cách đây hơn 50 năm, trong quá trình phát triển thị trường tài chính, Hàn Quốc đã rút ra được bài học kinh nghiệm cho chính mình sau cuộc khủng hoảng và càng nhận thức được vai trò phát triển của thị trường trái phiếu. Do vậy, Hàn Quốc đã sớm tách biệt các giao dịch này với các giao dịch cổ phiếu để tăng cường hơn nữa vai trò của các nhà tạo lập thị trường cũng như tăng tính thanh khoản của thị trường này.

Nhiệm vụ cần thiết cho chính phủ Việt Nam hiện nay là tiếp tục xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu chính phủ, tách biệt khỏi thị trường giao dịch cổ phiếu, nhằm mục đích tìm ra một mô hình giao dịch phù hợp cho thị

trường trái phiếu chính phủ ở Việt Nam. Nhiệm vụ này gắn liền với sự phát triển nền kinh tế và những cải cách trong từng giai đoạn phát triển của thị trường vốn, phù hợp với chiến lược phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn 2020. Để thực hiện được hiệu quả, cần thực hiện nhất quán đề án ***“Phát triển thị trường trái phiếu chuyên biệt tại trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội”*** ngày 15/01/2008 của Bộ Tài chính. Tiếp sau việc thiết kế hệ thống giao dịch trái phiếu chính phủ tại HASTC (hệ thống giao dịch và hệ thống công bố thông tin) theo mô hình đa định chế đã thực hiện 06/2008, cần hoàn thiện hệ thống thanh toán bù trừ và lưu ký trái phiếu cho trung tâm lưu ký chứng khoán, xây dựng khung pháp lý cho thị trường trái phiếu như quy chế giao dịch, thành viên, công bố thông tin, giám sát thị trường sẽ chuyển giao dịch trái phiếu chính phủ từ HOSE ra HASTC để thống nhất đầu mối về giao dịch trái phiếu chính phủ, chạy thử hệ thống để đưa vào vận hành, thực hiện triển khai áp dụng hệ thống mới.

Kết luận

Việc chính phủ Hàn Quốc quyết định lựa chọn phát triển thị trường trái phiếu chính phủ tập trung khiến cho nhiều nhà kinh tế lo sợ rằng nó sẽ làm cho thị trường thứ cấp bị chia nhỏ và tính thanh khoản của thị trường vì thế sẽ suy giảm. Nhưng những thành công mà Hàn Quốc đạt được trong công cuộc xây dựng thị trường trái phiếu chính phủ đã được thực tiễn chứng minh. Xây dựng thị trường trái phiếu chính phủ hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử và áp dụng các quy định giao dịch bắt buộc là các biện pháp thực sự mang lại hiệu quả cho việc phát triển thị trường tài chính. Thị trường trái phiếu Hàn Quốc đã và đang phát triển bền vững, khối lượng giao dịch và độ tập trung của thị trường này luôn dẫn đầu khu vực châu Á. Mặc dù, thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam còn non trẻ phát triển sau Hàn Quốc, nhưng kinh nghiệm của Hàn Quốc trong việc phát triển thị trường tài chính nói

chung và phát triển thị trường trái phiếu nói riêng thực sự quý giá đối với Việt Nam, đặc biệt trong giai đoạn hiện nay.

Để thị trường trái phiếu chính phủ đáp ứng được mục tiêu huy động vốn cho nền kinh tế, ngoài việc xây dựng thị trường tập trung với hình thức phát triển cao là hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử, Việt Nam cần thực hiện tốt công tác phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp và hoàn thiện môi trường luật pháp nhằm xây dựng một thị trường trái phiếu chuyên biệt bền vững.

3.3.3. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Thị trường trái phiếu Hàn Quốc là thị trường lớn thứ hai ở châu Á sau Nhật Bản. Tính tới cuối năm 2007, tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành lên tới 1313,81 tỷ USD. Thị trường trái phiếu đóng vai trò quan trọng trong quá trình huy động vốn phục vụ công nghiệp hóa nền kinh tế Hàn Quốc. Các nhà phát hành trái phiếu chủ yếu là các nhà sản xuất công nghiệp sử dụng trái phiếu cùng với cổ phiếu và vốn vay ngân hàng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình; các doanh nghiệp phát triển cơ sở hạ tầng chủ yếu sử dụng trái phiếu để huy động vốn dài hạn; chính quyền địa phương và trung ương cũng sử dụng trái phiếu để tài trợ cho các khoản chi tiêu thâm hụt ngân sách. Ngân hàng và các công ty đầu tư tín thác là những nhà đầu tư chủ yếu trên thị trường trái phiếu. Mặc dù ở trình độ phát triển cao hơn, thị trường tài chính Hàn Quốc nói chung, thị trường trái phiếu nói riêng có khá nhiều điều kiện phát triển tương đồng với Việt Nam, đặc biệt là các chính sách áp chế tài chính của Hàn Quốc là nguyên nhân dẫn đến sự phát triển mất cân đối của thị trường tài chính Hàn Quốc, tạo tiền đề cho khủng hoảng tài chính xuất hiện khi có tác động của các cú sốc từ bên ngoài. Việc nghiên cứu kinh nghiệm Hàn Quốc sẽ giúp Việt Nam phát triển vững chắc thị trường trái phiếu nói chung, thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng dựa trên những bài học về thành công cũng như thất bại của thị trường trái phiếu Hàn Quốc.

3.3.3.1. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc

Do trái phiếu chính phủ phát hành ở quy mô nhỏ, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp có thời gian đáo hạn 3 năm được dùng như lãi suất trái phiếu hiện tại tiêu chuẩn của trái phiếu. Đến đầu những năm 1970, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc đã bắt đầu phát triển mạnh với hầu hết các đợt phát hành được bảo lãnh bởi ngân hàng, các sở giao dịch chứng khoán hoặc các quỹ đảm bảo.

Tuy nhiên, kể từ cuộc khủng hoảng, cùng với những thay đổi cơ cấu, quy mô của thị trường trái phiếu trong nước đã gia tăng một cách đáng kể. Toàn bộ số trái phiếu còn lại được phát hành đã tăng lên 3 lần từ 222 nghìn tỷ won cuối năm 1997 lên 725 nghìn tỷ won cuối năm 2004. Cũng trong thời gian này, số lượng trái phiếu doanh nghiệp (bao gồm cả ABSs) đã tăng lên 153 nghìn tỷ won từ 90 nghìn tỷ won năm bắt chấp sự sụt giảm tạm thời sau khi Tập đoàn Daewoo sụp đổ vào tháng 7/1999.

Có được sự gia tăng này do 3 nguyên nhân chính:

- **Thứ nhất**, do Chính phủ có nhu cầu cấp bách là phải tăng số lượng lớn các quỹ công nhằm tái cơ cấu tài chính cũng như tài trợ thiếu hụt ngân sách nhằm thúc đẩy nền kinh tế nên Chính phủ đã bắt đầu chú trọng phát triển thị trường trái phiếu chính phủ và trái phiếu chính phủ có đảm bảo.
- **Thứ hai**, Ngân hàng Hàn Quốc đã phải phát hành Trái phiếu ổn định tiền tệ (MSBs) trên quy mô lớn nhằm tận dụng những kết quả của việc gia tăng nhanh chóng dự trữ ngoại hối của nước này.
- **Thứ ba**, các công ty phải huy động nhiều vốn hơn từ thị trường trái phiếu bởi các tổ chức tài chính trong giai đoạn cải tổ khó khăn đã miễn cưỡng mở rộng các khoản vay đến khu vực doanh nghiệp. Cuối cùng, một lượng rất lớn các trái phiếu được đảm bảo bằng tài sản (ABSs) cần được phát hành trong quá trình cải tổ khu vực doanh nghiệp song song với cải tổ tài chính.

Việc cơ cấu lại thị trường trái phiếu trong nước- cả sơ cấp và thứ cấp- thực tế cũng đã thay đổi kể từ sau cuộc khủng hoảng. Cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu chính phủ nói riêng đã phát triển đáng kể, cho thấy những nỗ lực của chính phủ trong việc cải tổ, bao gồm cả việc chủ động phát hành trái

phiếu kho bạc (KTBs) từ tháng 9/1998. ABS (cũng được phát hành vào cuối năm 1998) là một minh chứng cho sự thành công, và việc phát hành đã tăng nhanh từ trước 1999, qua quá trình cải tổ tài chính và khu vực doanh nghiệp, cho đến khi thoát khỏi tình trạng không trả được nợ của các công ty thẻ tín dụng vào tháng 3/2003. Rõ ràng, do hậu quả của cuộc khủng hoảng tiền tệ, các tổ chức tài chính đã buộc phải cung cấp các khoản bảo đảm tín dụng cho việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Cũng bởi vậy mà một lượng lớn các trái phiếu doanh nghiệp đã được phát hành dưới dạng không đảm bảo kể từ năm 1998.

3.3.3.2. Các đặc trưng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp kể từ sau cuộc khủng hoảng tiền tệ.

a. Thị trường sơ cấp

Trái phiếu doanh nghiệp được phát hành bởi các công ty tư nhân thành lập theo Bộ luật Thương mại. Các trái phiếu doanh nghiệp có thể được phát hành ra công chúng với số lượng tối đa đạt con số kỷ lục gấp 4 lần lượng tài sản ròng của tổ chức phát hành. Trái phiếu doanh nghiệp có thể được phân loại theo hoặc là có bảo lãnh, không có bảo lãnh hoặc có các quyền đặc biệt.

Khác với trước đây, khi mà hầu hết các trái phiếu doanh nghiệp được đảm bảo bởi các ngân hàng, các trái phiếu không có đảm bảo hiện là dạng phổ biến nhất. Loại trái phiếu doanh nghiệp không đảm bảo phổ biến nhất là trái phiếu có thời gian đáo hạn 3 năm. Danh mục các trái phiếu doanh nghiệp bao gồm:

- Trái phiếu có đảm bảo và không có đảm bảo;
- Trái phiếu doanh nghiệp có thể chấp;
- Trái phiếu thời gian đáo hạn ngắn và thời gian đáo hạn dài;
- Trái phiếu lãi suất cố định và trái phiếu lãi suất thả nổi; và
- Trái phiếu với các quyền đặc biệt.

Mặc dù không tồn tại bất cứ sự hạn chế nào về thời gian đáo hạn, nhưng trước đây các trái phiếu doanh nghiệp thường có thời hạn đáo hạn dưới 4 năm. Tuy nhiên, từ năm 1999, việc phát hành các trái phiếu với thời gian đáo hạn từ 5 năm trở lên có xu hướng tăng.

Để đáp ứng các nhu cầu khác nhau của nhà đầu tư, các tập đoàn bắt đầu phát hành các loại trái phiếu mới với những quyền đặc biệt như trái phiếu

chuyển đổi (CBs), chứng quyền (BWs), trái phiếu có thể thay đổi (EBs), trái phiếu dự phần (PBs) và trái phiếu quyền chọn (BOs); trong đó, CBs và BWs là phổ biến nhất.

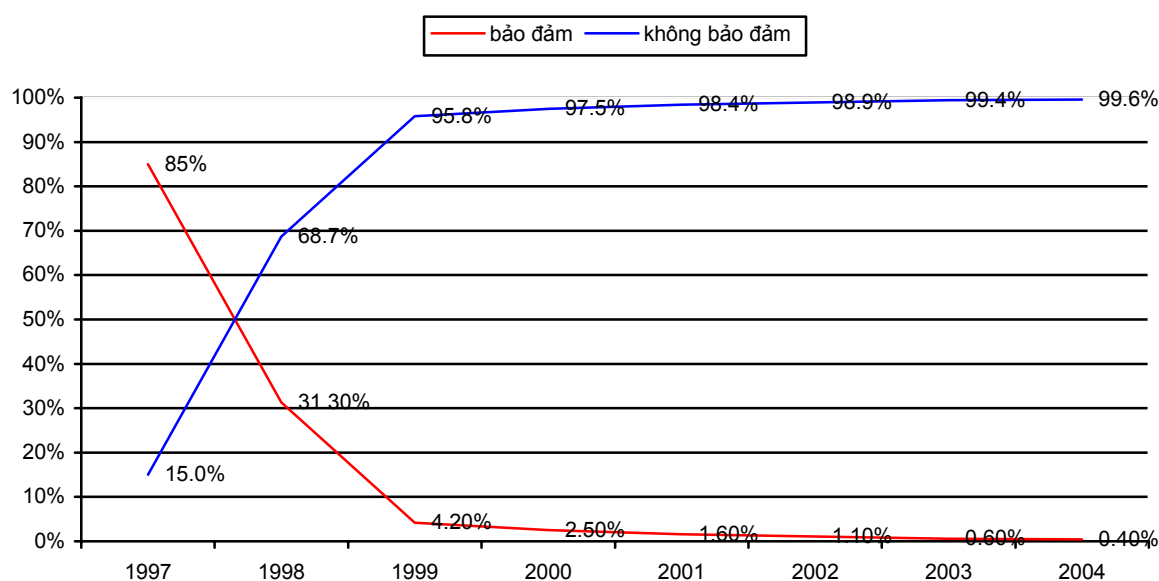
Từ sau cuộc khủng hoảng năm 1997, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc đã có sự thay đổi cơ cấu quan trọng.

Thứ nhất, thị trường này hiện bị thống trị bởi các trái phiếu không có tài sản đảm bảo hơn là các trái phiếu có tài sản đảm bảo bởi tín dụng ngân hàng

Năm 1997, thị phần trái phiếu doanh nghiệp có đảm bảo là 85%, còn thị phần trái phiếu không đảm bảo chỉ chiếm có 15%. Tuy nhiên, thị phần của trái phiếu không đảm bảo đã tăng lên 96% vào năm 1999 và tiếp đó là 99,6% năm 2004.

Hình 3.7. Thị phần trái phiếu doanh nghiệp có bảo đảm bằng tài sản và trái phiếu không bảo đảm bằng tài sản (1997 -2004)

Đơn vị: %



Nguồn: Financial Supervisory Service, *Monthly Financial Statistics Bulletin*.

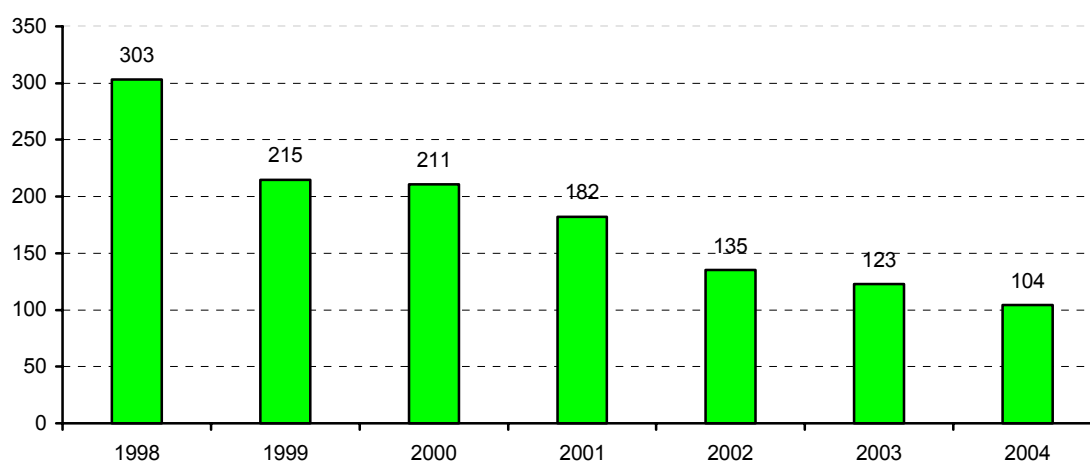
Thứ hai, việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp có phần giảm đáng kể. Xét trên quy mô lớn, điều này cho thấy sự giảm sút nhu cầu về vốn đối với các công ty cũng như những nỗ lực của Chính phủ như cải thiện cơ cấu vốn của khu vực doanh nghiệp. Điều này cho thấy, sau cuộc khủng hoảng tiền tệ, Ủy ban giám sát tài chính đã kêu gọi các công ty giảm tỷ lệ nợ trên vốn cổ

phần (debt-to-equity ratios) xuống thấp hơn 200%. Kết quả, tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần của ngành công nghiệp sản xuất đã giảm xuống 104% năm 2004 từ 303% năm 1998.

Hơn thế, nhiều công ty đã sử dụng nguồn vốn huy động được từ việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp để tái cơ cấu các khoản nợ của mình. Trên thực tế, nhiều doanh nghiệp lớn với mức xếp hạng tín dụng tốt đã chuyển các khoản nợ ngắn hạn thành các khoản nợ dài hạn bằng cách sử dụng các nguồn vốn huy động được từ việc phát hành trái phiếu. Phần lợi tức trái phiếu dành cho hoàn vốn là 31,2% năm 2004, tăng hơn 3 lần so với mức 9,5% năm 1998, trong khi phần dành cho vốn cố định giảm từ 12,3% năm 1997 xuống 2,1% năm 2004. Điều đó cho thấy gần đây, nhu cầu đầu tư vào cơ sở vật chất đang giảm dần.

Hình 3.8. Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần của các công ty ngành công nghiệp (Giai đoạn 1998 -2004)

Đơn vị: %

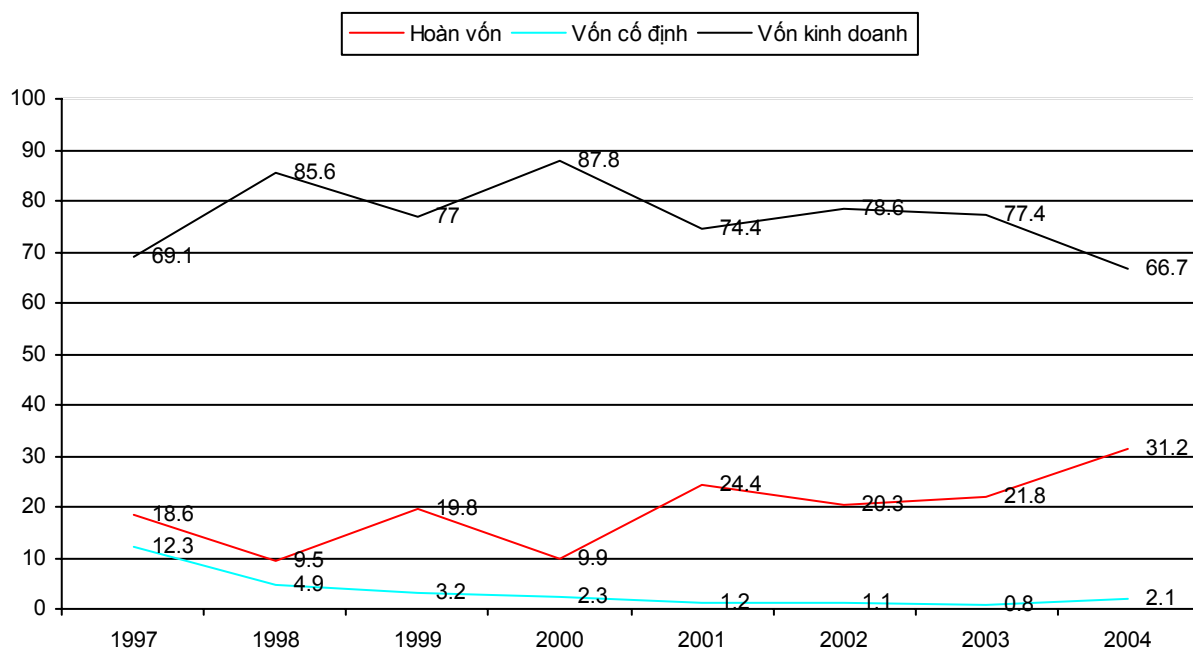


Nguồn: BoK, *Financial Statement Analysis*

Kết quả của quá trình cải tổ thị trường trái phiếu Hàn Quốc là trái phiếu chính phủ ngày càng đóng vai trò quan trọng trên thị trường. Các trái phiếu chính phủ đã được đơn giản hóa với kỳ hạn dài hơn. Trái phiếu chính phủ đóng vai trò quan trọng trong quá trình hỗ trợ trái phiếu doanh nghiệp phát triển. Mặc dù qui mô trái phiếu doanh nghiệp có giảm tương đối so với trái phiếu chính phủ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã có biến đổi căn bản về chất với nhiều chủng loại hàng hóa được giới thiệu vào thị trường và sự xuất hiện của các trung gian tài chính hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường. Kể từ năm 1999, các sản phẩm mới như chứng khoán thế chấp tài sản (asset-backed

securities-ABSs), chứng khoán thế chấp bất động sản (mortgage-backed securities-MBSs), thương phiếu thế chấp tài sản (asset-backed commercial paper-ABCP), chứng khoán thế chấp các khoản cho vay (collateralised loan obligations-CLOs) và chứng khoán thế chấp trái phiếu (collateralised bond obligations-CBOs) đã được đưa vào thị trường.

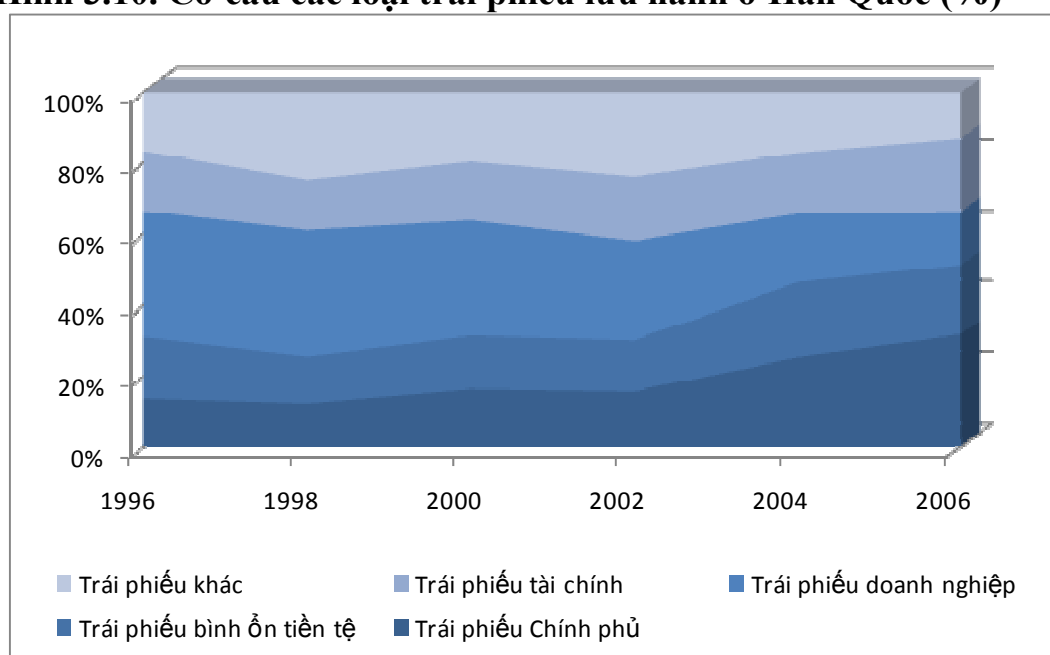
Hình 3.9. Thay đổi cơ cấu nguồn vốn thông qua việc phát hành trái phiếu (1997-2004) (Đơn vị: %)



Nguồn: Myong-Jong Lee and Soo-Ho Kim, “*Developing the corporate bond market: the Korean experience*”, Bank of Korea 2006.

Sau khủng hoảng tài chính, thị trường trái phiếu phát triển dựa trên các trái phiếu có tài sản đảm bảo nhiều hơn là các trái phiếu không có tài sản đảm bảo. Thị trường trái phiếu cũng trở nên minh bạch hơn với yêu cầu định giá trái phiếu theo tiền bù theo biến động thị trường (mark-to-market bond valuation) và lợi suất trái phiếu thị trường. Biến động lãi suất trở thành rủi ro quan trọng khiến các nhà đầu tư trên thị trường phải cân trọng khi đầu tư trái phiếu và phòng vệ rủi ro biến động lãi suất. Hệ thống thông tin biến động lãi suất và các động thái chính sách tiền tệ của Ngân hàng Hàn Quốc cũng được công bố công khai để các thành viên thị trường theo dõi và điều chỉnh danh mục đầu tư của mình.

Hình 3.10. Cơ cấu các loại trái phiếu lưu hành ở Hàn Quốc (%)



Nguồn: Bank of Korea, Financial Supervisory Service.

b. Thị trường thứ cấp

Bảng 3.19. Lượng giao dịch trái phiếu doanh nghiệp hàng tháng theo xếp hạng
(Đơn vị: 100 triệu KRW)

	2001	2002	2003	2004	1-10/2005	Tổng
AA và cao hơn	556,910	731,465	690,285	749,679	749,679	3,249,169
A	445,448	492,173	389,243	264,533	333,785	11,923,182
BBB	413,268	490,978	264,374	498,530	366,015	2,033,165
BB và thấp hơn	62,235	55,489	42,177	16,821	5,110	181,833
	1,477,860	1,770,106	1,386,079	1,529,563	1,223,740	7,387,349
%						
AA và cao hơn	37.7	41.3	49.8	49.0	42.6	44.0
A	30.1	27.8	28.1	17.3	27.1	26.0
BBB	28.0	27.7	19.1	32.6	29.9	27.5
BB và thấp hơn	4.2	3.1	3.0	1.1	0.4	2.5
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Nguồn: Myong-Jong Lee and Soo-Ho Kim, “Developing the corporate bond market: the Korean experience”, Bank of Korea 2006

Thứ nhất, tính thanh khoản của các trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp là rất thấp so với trái phiếu chính phủ. Số lượng giao dịch trái phiếu doanh nghiệp đã giảm mạnh theo sự sụp đổ của Tập đoàn Daewoo và

những vấn đề thanh khoản của các ITCs vào tháng 7/1999. Tỷ lệ doanh thu hàng năm của trái phiếu doanh nghiệp đã giảm mạnh từ 3,7 năm 1998 xuống còn 0,9 năm 2004. Trong khi đó, tỷ lệ giao dịch hàng năm của trái phiếu chính phủ đã tăng từ 1,6 lên 8,4 cùng thời kỳ. Điều này một lần nữa cho thấy giao dịch trên thị trường trái phiếu thứ cấp phần lớn là về trái phiếu chính phủ.

Thứ hai, mặc dù khối lượng giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp đã giảm từ năm 2000, khối lượng giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp được xếp hạng BBB vẫn tăng đáng kể, với khối lượng giao dịch trung bình hàng tháng tăng lên 50 nghìn tỷ Won năm 2004 từ 41 nghìn tỷ won năm 2001 (xem bảng 3.19). Một số nhà đầu tư, những người vẫn duy trì mục tiêu theo đuổi lãi suất cao hơn trong giai đoạn lãi suất thấp (bao gồm các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, các tổ chức tín dụng và các nhà đầu tư cá nhân) vẫn đều đặn gia tăng số lượng mua vào các trái phiếu được xếp hạng BBB. Loại trái phiếu này hứa hẹn mức lợi nhuận cao bất chấp tỷ lệ thanh toán tương đối thấp. Tuy nhiên, khối lượng giao dịch trái phiếu doanh nghiệp với mức xếp hạng BB và thấp hơn thì giảm xuống 1,7 nghìn tỷ won vào năm 2004 từ 6,2 nghìn tỷ won vào năm 2001.

Bảng 3.20. Tỷ lệ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp của các định chế tài chính (Giai đoạn 1998 – 9/2005)

Đơn vị: %

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	9.2005
Ngân hàng	5.3	4.9	8.1	12.8	12.8	14.3	12.2	11.5
Quỹ tín thác ngân hàng	10.3	10.4	7.4	6.4	8.1	6.3	5.5	4.4
Công ty tín thác đầu tư	62.4	60.2	29.5	20.8	18.7	11.9	15.3	13.9
Công ty chứng khoán	8.7	12.3	15.0	13.8	15.5	20.0	21.0	23.0
Công ty bảo hiểm	2.1	1.5	5.5	7.2	8.9	11.8	11.8	11.8
Quỹ lương hưu	0.0	5.6	9.2	10.7	10.4	9.1	6.0	5.3
Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, tổ chức tín dụng, cá nhân, v.v...	11.2	5.0	25.3	28.4	25.6	26.5	28.0	30.1
Tổng	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Nguồn: Myong-Jong Lee and Soo-Ho Kim, “*Developing the corporate bond market: the Korean experience*”, Bank of Korea 2006

Trước xu hướng tăng đối với trái phiếu doanh nghiệp xếp hạng BBB, có một sự thu hẹp nhanh chóng khoảng cách giữa trái phiếu ở hạng AA và hạng BBB.

Cuối cùng, khi các nhà đầu tư bắt đầu xem xét đến cơ sở của trái phiếu doanh nghiệp thì ITCs, các công ty chiếm tới 62,4% tổng khối lượng trái phiếu doanh nghiệp chưa thanh toán năm 1998, đến 2004 chỉ còn chiếm 15,3%. Mặt khác, thị phần của các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng như công ty bảo hiểm, các quỹ lương hưu thực tế đã tăng lên từ 2,1% năm 1998 lên 17,8% năm 2004. Thị phần của các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, các tổ chức tín dụng và các nhà đầu tư cá nhân cũng đã tăng đáng kể, từ 11,2% năm 1998 lên 28% năm 2004. Điều này cho thấy xu hướng đầu tư vào các trái phiếu xếp hạng BBB, các trái phiếu hứa hẹn mang đến lợi nhuận cao với mức rủi ro thanh toán tương đối thấp.

3.3.3.3. So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc và Việt Nam

Thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn đang ở trong giai đoạn phát triển sơ khai nên vẫn còn nhiều điểm hạn chế:

Thứ nhất, số lượng các doanh nghiệp phát hành trái phiếu còn rất nhỏ, giới hạn trong các tập đoàn, tổng công ty lớn như: PetroVietnam, Tổng công ty cao su, Vinashin, Tổng công ty Điện lực (EVN), Lilama, Tổng công ty Thép Việt Nam, Vilexim, Tổng Công ty cổ phần xây dựng điện Việt Nam, Tổng công ty Sông Đà và Vinaconex...

Mặc dù, doanh số từ phát hành trái phiếu có sự tăng trưởng mạnh mẽ (từ 300 tỷ VND do Tổng công ty Dầu khí phát hành năm 2003 đã lên đến hơn 6.600 tỷ VND tháng 3 năm 2007, đặc biệt năm 2006 đạt hơn 8.800 tỷ VND, trong đó EVN phát hành 6 đợt với tổng doanh số là 6.000 tỷ VND. Tổng doanh số phát hành trái phiếu từ năm 2003 đến tháng 3 năm 2007 đạt 16.768 tỷ VND. Trong đó, Vinashin và EVN là hai doanh nghiệp phát hành nhiều nhất, chiếm 41% và 36% tương ứng. Còn các tổng công ty khác chỉ chiếm dưới 10% trong tổng vốn huy động) song so với lượng vốn vay ngân hàng thông qua kênh tín dụng ngân hàng của các doanh nghiệp thì vẫn là con số vô cùng khiêm tốn. Từ năm 2002 đến năm 2005, tốc độ tăng trưởng tín dụng ngân hàng đạt trung bình sấp xỉ 25%⁴, song từ năm 2006 đến năm 2007, có

xu hướng sụt giảm khá mạnh, trung bình khoảng 15% mỗi năm. Sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán trong thời gian này có thể là nguyên nhân chính dẫn đến sự chuyển hướng của các doanh nghiệp, từ việc vay vốn ngân hàng sang việc phát hành cổ phiếu để huy động dư vốn.

Hầu hết các trái phiếu được phát hành đều có kỳ hạn dài, ngắn nhất là 2 năm, dài nhất là 10 năm. Trái phiếu EVN hầu hết đều có kỳ hạn 10 năm, đầu tư vào các công trình thủy điện, cải tạo mạng lưới điện quốc gia. Trái phiếu Vinaconex và Lilama phát hành thường có kỳ hạn 5 năm. Để khuyến khích các nhà đầu tư, Vinanconex phát hành trái phiếu kèm theo chứng quyền (warrant) là quyền mua cổ phiếu của Nhà máy xi măng Cẩm Phả với mức giá ưu đãi. Trong một thị trường tài chính phát triển, trái phiếu thường có thời hạn từ trên 20 năm cho đến 30 năm. Các ngân hàng thường hạn chế trong việc cho vay các khoản vay dài hạn như thế vì rủi ro cao. Tuy nhiên, ở Việt Nam, trong điều kiện lạm phát cao, môi trường chính sách không đảm bảo và do tác động khá nhạy cảm của các biến động kinh tế quốc tế đã gây nên tâm lý thiếu tin tưởng của các nhà đầu tư khi đầu tư vào một loại trái phiếu có thời hạn quá dài.

Thứ hai, Không có tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp, là rào cản cho các doanh nghiệp nhỏ khi phát hành trái phiếu

Hiện tại ở Việt Nam, chưa có một tổ chức chuyên nghiệp nào thực hiện dịch vụ cung cấp các chỉ tiêu xếp hạng tín dụng doanh nghiệp, từ đó, là cơ sở để xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp. Các công ty kiểm toán mặc dù đã rất nỗ lực trong việc đa dạng hóa các dịch vụ cung cấp, song, với nguồn nhân lực còn khan hiếm như hiện nay, thị trường mục tiêu của các công ty này vẫn chỉ là cung cấp các dịch vụ kiểm toán các công ty niêm yết hay tư vấn cổ phần hóa, định giá doanh nghiệp.

Thứ ba, Thiếu vắng các nhà tạo lập thị trường

Các nhà tạo lập thị trường trái phiếu đóng 2 vai trò: người môi giới và tự doanh trái phiếu, và họ thu lợi nhuận từ các hoạt động này. Thứ nhất, với tư cách là người môi giới trái phiếu, các nhà tạo lập thị trường có thể thu lợi từ phí môi giới. Thứ hai, với tư cách là người kinh doanh trái phiếu, họ thu tiền nhờ hưởng chênh lệch giá. Giá trái phiếu phụ thuộc vào lãi suất, giá tăng khi lãi suất giảm và ngược lại. Tuy nhiên, hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu hàm chứa

rủi ro cao hơn hoạt động môi giới chứng khoán. Đóng vai trò là người tạo lập thị trường, các yêu cầu đặt ra rất cao và đòi hỏi chi phí lớn: (i) nắm giữ một lượng lớn trái phiếu và tiền mặt, (ii) cơ sở hạ tầng công nghệ cao, (iii) đội ngũ nhân viên có trình độ kỹ thuật cao và tác phong chuyên nghiệp. Hơn nữa, khi giá trái phiếu giảm, hay xảy ra rủi ro không trả được nợ thì những nhà tạo lập thị trường cũng sẽ bị thua lỗ.

Các thông tin mà những nhà tạo lập thị trường thu được là các dữ liệu thô, do đó họ có thể có lợi thế, nhưng họ cũng có thể bị thua lỗ khi xuất hiện các thông tin nội bộ. Người tạo lập thị trường phải mua khi giá tăng và bán khi giá giảm. Khả năng thua lỗ trên thị trường này sẽ rất lớn khi giá trái phiếu bị ảnh hưởng nặng nề bởi tâm lý của nhà đầu tư. Ở những thị trường tài chính kém hiệu quả, tâm lý của nhà đầu tư chính là yếu tố mang tính định hướng ảnh hưởng tới các quyết định mua hay bán trái phiếu. Các nhà tạo lập thị trường chính là những người giúp cân bằng áp lực cung - cầu khi xuất hiện thông tin thất thiệt. Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán là những nhà kinh doanh chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán. Họ có lợi thế trong việc môi giới và mua bán chứng khoán, do đó có thể tạo dựng các mối quan hệ mật thiết với các nhà đầu tư là các tổ chức hoặc cá nhân, từ đó nâng cao tính thanh khoản của trái phiếu đầu tư. Đây chính là một trong những vấn đề mà những người làm chính sách đang rất quan tâm, vì tính thanh khoản thấp của trái phiếu là nguyên nhân dẫn tới sự kém phát triển của thị trường này. Với sự bùng nổ của thị trường chứng khoán vào năm 2006 và đầu năm 2007, tất cả các công ty chứng khoán bị hấp dẫn bởi các khoản hoa hồng và lợi nhuận từ việc kinh doanh cổ phiếu, họ dường như không còn hứng thú với việc mua bán và kinh doanh trái phiếu. Trong tương lai gần, khi thị trường trái phiếu tách bạch với thị trường cổ phiếu, họ hy vọng sẽ đa dạng hoá được danh mục đầu tư chứng khoán, từ đó đóng góp vào sự phát triển của các nhà tạo lập thị trường.

Thứ tư, tính thanh khoản của thị trường trái phiếu thấp

Đây có thể là một trong những nguyên nhân chính khiến thị trường trái phiếu chưa thực sự phát triển. Vậy, tại sao trong khi thị trường cổ phiếu phát triển mạnh mẽ như vậy mà thị trường trái phiếu doanh nghiệp lại gần như mới

dừng lại ở các giao dịch sơ cấp, chưa có các giao dịch thứ cấp? Đó là do một số nguyên nhân sau:

- Trái phiếu có lãi suất cố định, giá trái phiếu ít biến động nên các nhà đầu tư cá nhân không thấy hấp dẫn khi nắm giữ trái phiếu, mà họ sẽ đầu tư vào cổ phiếu, do vậy, việc mua đi bán lại các trái phiếu sẽ không “nhộn nhịp” như cổ phiếu.

- Các nhà đầu tư tổ chức là các tổ chức như ngân hàng, các công ty bảo hiểm hay các doanh nghiệp lớn. Họ nắm giữ trái phiếu nhằm mục đích quản lý đặc biệt trên một khía cạnh nào đó thì các trái phiếu doanh nghiệp có mức độ xếp hạng tín dụng gần với trái phiếu chính phủ.

Trên sàn giao dịch thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) hiện mới có 2 trái phiếu doanh nghiệp được niêm yết trong đó có một là trái phiếu của BIDV, còn trên sàn giao dịch Hà Nội (HASTC) chỉ có một trái phiếu doanh nghiệp. Chiếm tỷ trọng nhiều nhất vẫn là các trái phiếu của Ngân hàng phát triển (VDB) (45-50%) và trái phiếu chính phủ do kho bạc phát hành (35-40%), còn lại là trái phiếu chính quyền địa phương (5-10%), trái phiếu doanh nghiệp chỉ khoảng dưới 5%. Các thành viên của thị trường trái phiếu bao gồm các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, bảo hiểm, các quỹ đầu tư, các công ty tài chính và các tổ chức tài chính trung gian khác. Tuy nhiên, các nhà tạo lập thị trường có tiềm lực nhất vẫn là các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán. Đứng đầu là các nhà đầu tư lớn trên thị trường phát hành và mua bán trái phiếu. Họ có thể là những nhà tạo lập thị trường cũng như người môi giới hay bảo lãnh. Tính cho đến thời điểm này ở Việt Nam mới chỉ có Vietcombank (VCB) và IncomBank (ICB) hoạt động như những công ty môi giới và bảo lãnh trái phiếu chuyên nghiệp. Hai ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước khác là VBARD và BIDV, một số ngân hàng cổ phần và ngân hàng nước ngoài như CitiBank, HSBC, Deutsch Bank, Standard Chartered Banks cũng đang ở bước đầu thực hiện hoạt động này.

Chính vì vậy, khuyến khích phát triển thị trường tài chính doanh nghiệp để huy động vốn là một đòi hỏi cấp bách đối với Việt Nam, nhất là trong giai đoạn hiện nay.

Qua nghiên cứu cho thấy, mặc dù ở trình độ phát triển cao hơn, thị trường tài chính Hàn Quốc nói chung, thị trường trái phiếu nói riêng có khá

nhiều điều kiện phát triển tương đồng với Việt Nam. Có thể nói các cuộc cải tổ sau khủng hoảng tài chính năm 1997 đã đưa thị trường trái phiếu Hàn Quốc lên một bước phát triển mới. Các cải cách của Hàn Quốc là bài học quý báu cho các nước đang phát triển trong khu vực cũng như các nước có điều kiện phát triển tương đồng học tập để cải cách hệ thống thị trường của mình.

Trong suốt cuộc khủng hoảng 1997, thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở nên dễ bị ảnh hưởng trước những biến động của thị trường, bao gồm cả những nguyên tắc kinh tế vĩ mô và những tác động giữa cung cầu thị trường. Chính tính dễ đổ vỡ này đã tạo tiền đề cho sự bùng nổ cũng như sụp đổ thường xảy ra trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc kể từ thời điểm đó. Chẳng hạn như, sự gia tăng lớn trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp từ nửa cuối năm 1998 và đầu năm 1999 là kết quả từ việc tăng mạnh dòng vốn vào các ITCs thông qua các giấy chứng nhận lợi ích dạng trái phiếu cũng như sự sụp đổ thị trường trái phiếu doanh nghiệp và sự bùng nổ bong bóng tiền gửi của các công ty đầu tư tín thác vào giữa năm 1999. Cùng thời gian đó, những người tham gia thị trường đã phải chú ý nhiều hơn tới rủi ro tín dụng của các trái phiếu doanh nghiệp không được đảm bảo bởi một lượng lớn các trái phiếu doanh nghiệp phát hành trong giai đoạn đầu bùng nổ cần được thanh toán khi đáo hạn. Trong khoảng từ tháng 3 đến cuối năm 2003, một sự suy thoái nhẹ khác trên thị trường đã diễn ra, buộc các nhà chức trách phải nhanh chóng đưa ra một loạt các biện pháp nhằm ổn định lại thị trường.

Để có thể phát triển thị trường trái phiếu nói chung, phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng, Việt Nam có thể học được rất nhiều bài học từ quá trình cải tổ thị trường trái phiếu Hàn Quốc để khắc phục những nhân tố gây nên thất bại thị trường:

Thứ nhất, phát triển thị trường trái phiếu chính phủ là nền tảng để phát triển thị trường trái phiếu. Thị trường trái phiếu Hàn Quốc đi theo phương pháp phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trước rồi mới phát triển thị trường trái phiếu chính phủ. Điều này, ngược qui luật phát triển thông thường và chính phủ Hàn Quốc cuối cùng đã phải điều chỉnh theo qui luật phát triển chung.

Thứ hai, lãi suất tham khảo đóng vai trò quan trọng trong việc xác lập giá cả thị trường trái phiếu. Để có lãi suất tham khảo phản ánh đúng qui luật

thị trường, chính phủ cần xóa bỏ các phương pháp xác định lãi suất cưỡng ép, không tuân thủ nguyên tắc thị trường như áp đặt lãi suất trần, và không xác định lãi suất dựa trên cơ sở đầu giá.

Thứ ba, cần coi trọng “chất lượng tín dụng” của trái phiếu doanh nghiệp, đóng một vai trò quan trọng trong việc ổn định tài chính của một nền kinh tế. Khi chất lượng tín dụng của trái phiếu doanh nghiệp thực chất biến động trong suốt quá trình tái cơ cấu khu vực doanh nghiệp, thì những điều kiện tài chính nói chung trên thị trường này chắc chắn sẽ xấu đi nhanh chóng trong thời gian đó. Tuy nhiên, một đặc trưng trong kinh nghiệm của Hàn Quốc là có một sự tăng mạnh trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp không được đảm bảo trong suốt quá trình cải tổ khu vực doanh nghiệp.

Trước đây, những sự đầu tư mạnh vào các giấy chứng nhận lợi ích của ITCs đã tạo điều kiện cho một vài doanh nghiệp lớn, bao gồm cả các công ty không có khả năng tồn tại huy động được vốn thông qua các trái phiếu doanh nghiệp không đảm bảo. Ngược lại, việc huy động vốn này đã làm gia tăng tính thanh khoản đặc biệt tại các công ty không còn khả năng sống nào khác. Tính thanh khoản gia tăng đã giúp nền kinh tế phục hồi nhanh trong thời kỳ hậu khủng hoảng tiền tệ. Tuy nhiên, khi các nhà đầu tư nhận thức rõ hơn về sự bùng nổ của bong bóng tiền gửi ITC và một phần lớn các trái phiếu doanh nghiệp đã đáo hạn, cùng với đó là điều kiện tài chính nhanh chóng trở nên bất lợi thì nền kinh tế lại đứng trước nguy cơ mất ổn định. Đặc biệt, một lượng lớn trái phiếu doanh nghiệp sắp đáo hạn được phát hành bởi các công ty có xếp hạng tín dụng thấp hơn càng làm cho tình hình trở nên tồi tệ. Từ đó có thể thấy rõ ràng là sự xóa bỏ những nhận thức không đúng mặc dù không đủ nhưng là điều kiện cần thiết để bình thường hóa thị trường trái phiếu. Để đạt được điều đó, các nhà chức trách phải đẩy nhanh tốc độ của quá trình tái cơ cấu khu vực doanh nghiệp.

Thứ tư, cần áp dụng phương pháp bù theo thị trường (mark-to-market) trong định giá trái phiếu để các nhà đầu tư, đặc biệt là các quỹ đầu tư phải giám sát chặt chẽ các biến số kinh tế vĩ mô và có các biện pháp phòng vệ rủi ro lãi suất cần thiết, tránh trường hợp đổ vỡ hệ thống. Việc duy trì những nguyên tắc kế toán về định giá chi phí trước đây đối với các ITCs chỉ tác động một phần lên việc đầu tư ồ ạt vào các giấy chứng nhận lợi ích dạng trái phiếu

của các ITCs cũng như sự rút vốn ồ ạt diễn ra sau đó. Ngược lại hoàn toàn với tình trạng này, việc lãi suất trái phiếu tăng mạnh trong thời gian gần đây vào tháng 1, tháng 2 và tháng 6- tháng 10/2005 đã không gây ra một sự rút vốn từ các giấy chứng nhận lợi ích của các ITCs, phần lớn là do các nguyên tắc kế toán chi phí trước đây đã bị loại bỏ và thay vào đó là những nguyên tắc bù theo dấu hiệu thị trường (mark-to-market accounting).

Thứ năm, để trái phiếu có thể phát hành thành công cần nhấn mạnh vai trò của các nhà kinh doanh trái phiếu sơ cấp. Bên cạnh đó, để trái phiếu sau phát hành có tính thanh khoản cao trên thị trường thứ cấp thì cần chú trọng vai trò của nhà tạo lập thị trường.

Thứ sáu, cần xây dựng hệ thống chỉ số để giám sát thay đổi của thị trường tạo điều kiện cho các thành viên tham gia thị trường có điều kiện theo dõi và dự đoán diễn biến thị trường, kịp thời điều chỉnh danh mục đầu tư.

Thứ bảy, cần phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm làm cơ sở để đánh giá rủi ro tín dụng và xác định lãi suất yêu cầu đối với từng trái phiếu có mức rủi ro tín dụng khác nhau.

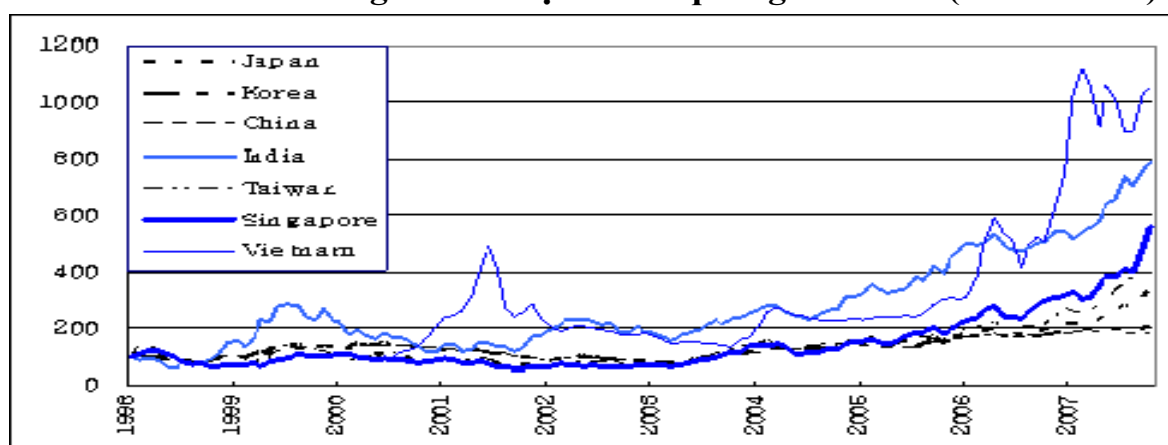
Thứ tám, cần thực hiện minh bạch hóa thị trường, ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát trên cơ sở thực hiện chính sách tiền tệ theo mục tiêu lạm phát. Kiểm chế lạm phát là điều kiện tiên quyết để thị trường trái phiếu phát triển.

3.3.4. Kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.3.4.1. Kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc

Thị trường cổ phiếu Hàn Quốc phát triển rất mạnh mẽ trong những năm gần đây, là một trong những thị trường sôi động nhất tại châu Á. Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 với sự phá giá mạnh của đồng Won và sự chao đảo dữ dội trên thị trường chứng khoán đã dẫn tới sự tháo chạy của các nhà đầu tư cũng như sự sụp đổ toàn diện của nền kinh tế Hàn Quốc. Tuy nhiên, Hàn Quốc đã khôi phục hoàn toàn sau cuộc khủng hoảng và thị trường chứng khoán Hàn Quốc lại trở thành nơi thu hút rất nhiều nhà đầu tư và ngày càng phát triển bền vững.

Hình 3.11. Chỉ số chứng khoán một số các quốc gia châu Á (1998 – 2007)



Nguồn: Chỉ số tiêu chuẩn từ Morgan Stanley Capital International)

Bảng 3.21.: Tỷ lệ lợi tức trung bình chứng khoán hàng tháng (%/tháng)

	World	US	Pacific	Japan	Singapo	Korea	China	India	Việt Nam
1/1998-10/2007									
Mean	0.622	0.464	1.353	1.331	1.835	0.731	0.629	2.426	3.463
Std. Dev.	4.095	4.29	6.846	7.423	8.381	4.981	5.352	11.723	12.303
01/1998-12/2001									
Mean	0.242	0.307	-0.084	0.002	-0.565	0.016	-0.137	2.461	6.561
Std. Dev.	4.557	4.929	8.578	9.738	9.116	6.534	6.493	16.719	17.182
01/2002-12/2004									
Mean	0.391	0.391	1.877	1.81	2.808	1.285	1.355	1.921	0.347
Std. Dev.	4.965	4.965	5.282	5.502	7.426	4.489	5.333	7.417	8.229
01/2005-10/2007									
Mean	1.065	0.759	2.784	2.662	4.123	1.132	0.917	2.913	5.214
Std. Dev.	2.246	2.131	5.222	4.983	7.612	2.888	3.205	5.875	12.681

Nguồn: Chỉ số tiêu chuẩn từ Morgan Stanley Capital International)

Bảng trên mô tả tỷ lệ lợi nhuận trung bình hàng tháng của thị trường chứng khoán toàn cầu và các quốc gia. Hai tiêu chí thống kê mô tả được

thực hiện trong bảng này là trung bình (mean) và độ lệch chuẩn (Standard Deviation) áp dụng cho dữ liệu tỉ lệ lợi nhuận trung bình hàng tháng cho thị trường chứng khoán toàn cầu và các quốc gia. Việc tính toán này áp dụng cho giai đoạn khác nhau sau khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997. Thị trường chứng khoán Hàn Quốc khi bước vào những năm đầu sau khủng hoảng thì tỉ lệ lợi nhuận trung bình thấp sau đó hồi phục trở lại và mang tính ổn định, tuy nhiên đặc điểm nổi bật là tỉ lệ lợi nhuận trung bình cao hơn mức tỉ lệ lợi nhuận trung bình thế giới và mức rủi ro được thể hiện bằng độ lệch chuẩn cao hơn mức độ lệch chuẩn trung bình thế giới.

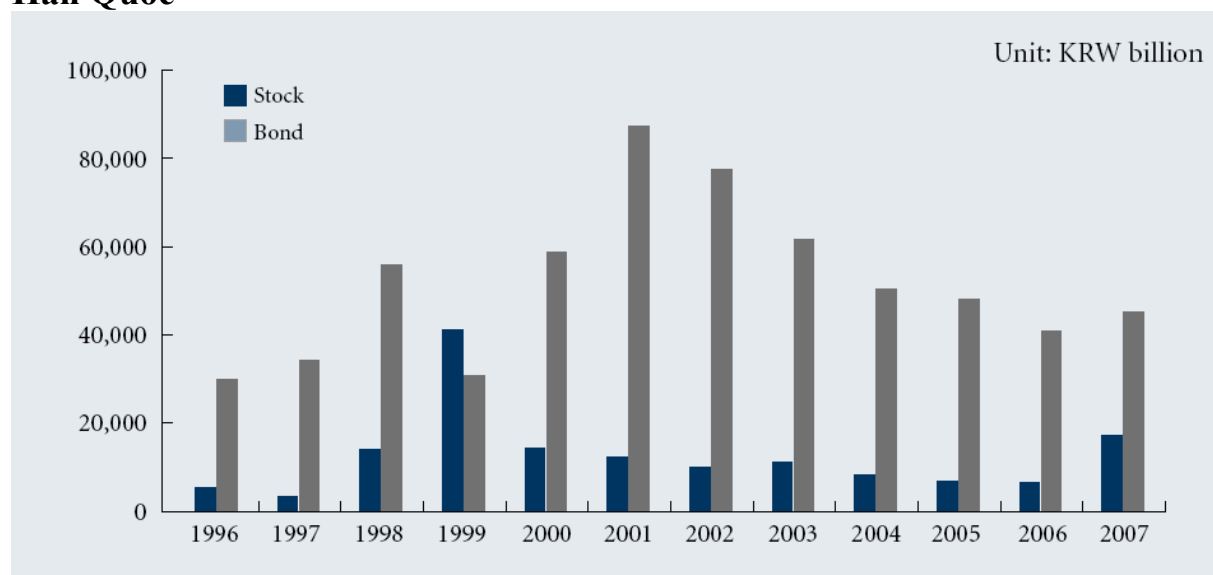
Thị trường chứng khoán nói chung cũng như thị trường cổ phiếu nói riêng để có thể phát triển cần có nhiều nhân tố hỗ trợ như: khung pháp lý cần phải được hoàn thiện, sự hỗ trợ của Chính phủ, mô hình phát triển, chính sách gia tăng số lượng cổ phiếu, khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức, cung cấp cơ sở vật chất hiện đại và các công cụ đánh giá. Kinh nghiệm trong những năm qua của Hàn Quốc thực sự rất hữu ích cho các thị trường chứng khoán mới nổi ở Châu Á, đặc biệt là Việt Nam chúng ta.

Thứ nhất, kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, việc tạo môi trường pháp lý đầy đủ và phù hợp là yếu tố rất quan trọng làm cho thị trường chứng khoán cũng như thị trường cổ phiếu có thể duy trì và phát triển. Luật pháp ở các nước này được ban hành từng bước phù hợp với giai đoạn phát triển của thị trường. Ở Hàn Quốc, luật pháp đã thúc đẩy thị trường vốn, trong đó chú ý đến chính sách khuyến khích của Nhà nước đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Với quan điểm điều hành rất linh hoạt, Chính phủ Hàn Quốc đã có những thay đổi phù hợp với thực tế để điều chỉnh khuôn khổ pháp lý, nhằm giải quyết được yêu cầu của thị trường chứng khoán, đồng thời tránh được xu hướng cứng nhắc, bị động...

Nhờ vai trò điều hành bằng luật pháp của Hàn Quốc khá hiệu quả, nên thị trường cổ phiếu Hàn Quốc đã có sự phát triển liên tục. Ủy ban chứng

khoán Hàn Quốc không ngừng đưa ra và cải tiến các văn bản pháp quy của mình nhằm tạo điều kiện thuận lợi hơn cho thị trường cổ phiếu phát triển. Trong đó đáng chú ý là việc tiến hành cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước, từ tháng 11 năm 1990 cho phép các công ty chứng khoán nước ngoài được phép mở chi nhánh hoặc công ty chứng khoán liên doanh tại Hàn Quốc, công ty chứng khoán trong nước được phép mở chi nhánh ở nước ngoài. Ngoài ra, Chính phủ cũng thực hiện chiến lược mở cửa từng bước bằng cách nâng dần trần đầu tư. Năm 1992, nhà đầu tư nước ngoài là các cá nhân không được đầu tư quá 3% cổ phiếu của một công ty và tổng số cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong một công ty không vượt quá 10%. Trước tháng 12 năm 1997, nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu từ 26% - 55% cổ phần. Đến tháng 5 năm 1998, Hàn Quốc đã dỡ bỏ trần đầu tư và thay vào đó là chính sách tự do về sở hữu cổ phần. Kết quả là, vào năm 1999, lần đầu tiên và cũng là duy nhất trong giai đoạn 1997 – 2007 lượng vốn huy động bằng cổ phiếu lớn hơn so với huy động bằng trái phiếu.

Hình 3.12. Xu hướng gia tăng vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán Hàn Quốc



Nguồn: Korean Financial Supervisory Service

Thứ hai, sự hỗ trợ của Chính phủ có ảnh hưởng mạnh mẽ tới sự phát triển của thị trường chứng khoán. Hiện nay, ở các quốc gia trên thế giới, thị

trường chứng khoán được hình thành theo hai cách: thị trường chứng khoán được hình thành một cách tự phát phù hợp với kinh tế thị trường hoặc được hình thành với sự hỗ trợ của Chính phủ. Đối với các quốc gia thuộc khu vực châu Á, thị trường chứng khoán được hình thành một cách có ý thức với sự hỗ trợ ngay từ ban đầu của Chính phủ. Để thị trường chứng khoán được xây dựng ổn định và tăng trưởng nhanh, Chính phủ của mỗi nước đã có những chủ trương, chính sách cụ thể và bước đi phù hợp để hình thành các điều kiện về kinh tế, pháp lý, kỹ thuật, nhân lực một cách đầy đủ và đồng bộ.

Tại Hàn Quốc đặc điểm nổi bật đó là Chính phủ trực tiếp chỉ đạo thị trường chứng khoán ngay khi vừa thành lập, trước hết là sử dụng những biện pháp kích thích phát hành chứng khoán. Những doanh nghiệp nào có đủ điều kiện mà không phát hành chứng khoán thì sẽ gặp khó khăn trong huy động vốn từ ngân hàng. Năm 1962, chính sự non trẻ trong kinh nghiệm tổ chức quản lý thị trường chứng khoán đã dẫn tới sự sụp đổ của thị trường chứng khoán Hàn Quốc do không kiểm soát được hoạt động đầu cơ.

Ngày 9 tháng 6 năm 2005, Hàn Quốc thành lập Hội đồng Giáo dục Đầu tư Hàn Quốc (KCIE- Korea Council for Investor Education). Đây là một tổ chức phi lợi nhuận nhằm mục đích bảo vệ nhà đầu tư và xây dựng văn hoá đầu tư. Tổ chức này giúp cho các nhà đầu tư hiểu các cơ hội cũng như các rủi ro khi tham gia đầu tư, giáo dục kiến thức chứng khoán cho công chúng thông qua các bài diễn thuyết, phân phối các tài liệu (brochure) và một kho thư viện về luật chứng khoán và cập nhập mọi thông tin. Những biện pháp trên đã đem lại hiệu quả thiết thực. Kiến thức chứng khoán của người dân được cải thiện. Nhà đầu tư chuyển từ đầu tư ngắn hạn sang đầu tư dài hạn vào những công ty có tiềm năng phát triển. Đồng thời Chính phủ cũng thúc đẩy tự do hoá chuyển giao vốn và xoá bỏ những rào cản đối với đầu tư nước ngoài. Các biện pháp này đã được thực hiện thành công đã lấy lại và thúc đẩy niềm tin cho các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài.

Thứ ba, mô hình phát triển thị trường chứng khoán Hàn Quốc đóng một vai trò rất quan trọng trong sự phát triển của thị trường này. Hàn Quốc đã thành công trong việc xây dựng mô hình cho thị trường chứng khoán. Bắt đầu từ năm 1998, có khoảng 95% khối lượng giao dịch và thực hiện lệnh ở Sở Giao dịch chứng khoán đã được tự động hóa.

Tại Hàn Quốc có hai thị trường cổ phiếu là Stock Market Division và KOSDAQ Market Division. Để được niêm yết trên Stock Market Division, các công ty phải có quy mô lớn, có lịch sử tương đối lâu đời. Trên thực tế, yêu cầu niêm yết trên Stock Market Division cao hơn trên KOSDAQ Market Division. Tại Hàn Quốc, các Sở giao dịch chứng khoán có xu hướng thống nhất với nhau để hình thành một thị trường chứng khoán thống nhất. Cách làm này vừa thực hiện được năng lực sẵn có, vừa đáp ứng được nhu cầu hiện đại hóa và tiết kiệm chi phí. Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với sự tham gia của Nhà nước.

Quá trình mở cửa thị trường chứng khoán được áp dụng ở Hàn Quốc thực sự là kinh nghiệm tốt, việc lưu thông nguồn vốn giữa trong nước và quốc tế, có tác dụng tốt trong việc tận dụng tiềm năng vốn trong nước và quốc tế. Hàn Quốc coi thị trường cổ phiếu của mình là một kênh thu hút vốn đầu tư nước ngoài hiệu quả. Chính phủ Hàn Quốc đảm bảo sự ổn định và tái thiết cơ cấu tài chính để cải thiện hiệu quả trong khu vực công, giảm quy mô chính quyền trung ương và địa phương đã, đồng thời thúc đẩy cổ phần hoá. Chính phủ cũng thúc đẩy tự do hoá chuyển giao vốn và xoá bỏ những rào cản đối với đầu tư nước ngoài. Các biện pháp này đã được thực hiện thành công đã khôi phục và tăng cường niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài.

Tại Hàn Quốc, các nhà đầu tư nước ngoài có thể mua cổ phiếu trong nước trực tiếp hoặc thông qua trao đổi cổ phiếu chuyển đổi. Do đó, các giới hạn về Luật không làm giảm vai trò của các nhà đầu tư nước ngoài. Bảng 3.22 và 3.23 cho thấy dòng tiền ròng vào thị trường cổ phiếu sau khủng hoảng tài chính năm 2007 giảm, nhưng chỉ một năm sau đó dòng vốn đã tiếp tục quay

lại với thị trường này. Đồng thời, có thể thấy rằng, so với thị trường trái phiếu, vai trò của các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường cổ phiếu ngày càng tăng, thể hiện thông qua mức tăng tỷ trọng nắm giữ của nhóm nhà đầu tư này trên thị trường cổ phiếu qua các năm.

Bảng 3.22. Dòng tiền ròng vào Thị trường cổ phiếu Hàn Quốc

Đơn vị: tỷ Won.

Năm	Dòng tiền ròng
1992	2.07
1994	1.94
1995	2.45
1996	4.57
1997	1.08
1998	4.78
1999	5.1

Nguồn: *Securities market in Korea 2008*

Bảng 3.23. Tỷ lệ phần trăm các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ cổ phiếu và trái phiếu trong nước

Năm	1992	1994	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cổ phiếu	4.9	10.19	12.97	14.59	18.61	21.92	30.08	36.62	36.62	40.12
Trái phiếu	-	0.04	0.05	0.09	0.30	0.32	0.16	0.09	0.11	0.25

Nguồn: *Securities market in Korea 2008*

Thứ tư, Hàn Quốc áp dụng chính sách khuyến khích các công ty niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán. Hàn Quốc đã thực thi một loạt các biện pháp khuyến khích các công ty đăng ký đại chúng và niêm yết thị trường chứng khoán như cho phép sử dụng chứng khoán của công ty niêm yết làm phương tiện đặt cọc hay bảo lãnh thanh toán với doanh nghiệp thuộc sở hữu Nhà nước,

có chế độ ưu đãi cho công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán, tiếp cận dễ dàng với ngân hàng... Đồng thời, để tăng nguồn cung cấp hàng hóa cho thị trường chứng khoán, Nhà nước các nước này đã đẩy mạnh cổ phần hóa và khuyến khích các công ty đăng ký giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán; Giảm thuế cho các doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa; Giảm các loại thuế hành chính liên quan đến việc phát hành và mua bán chứng khoán cho các công ty có chứng khoán đăng ký trên thị trường.

Bảng 3.24. Niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Hàn Quốc 2001 – 2007

Unit: KRW billion, million shares

Year	No. of Listed Companies	No. of Listed Issues	No. of Listed Shares	Capital Stock Listed	Market Capitalization	Daily Trading Value
2000	704	902	19,639	84,930	188,041	2,602
2001	689	884	19,578	82,755	255,850	1,997
2002	683	861	26,463	109,786	258,680	3,041
2003	684	856	23,662	87,941	355,362	2,216
2004	683	844	23,427	85,518	412,588	2,232
2005	702	858	23,236	80,587	655,075	3,158
2006	731	885	24,960	82,945	704,587	3,435
2007	745	906	28,238	85,589	951,900	5,540

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (KRX)

Thứ năm, về cơ chế giao dịch, Hàn Quốc đã liên tục hoàn thiện cơ chế giao dịch nhằm quốc tế hóa thị trường vốn trong nước.

Thị trường chứng khoán Hàn Quốc có tính thanh khoản lớn, thường xảy ra hiện tượng các nhà đầu tư nước ngoài bán tháo cổ phiếu mỗi khi có bất ổn trên thị trường tài chính thế giới. Do vậy, thị trường chứng khoán Hàn Quốc thường giảm điểm với biên độ lớn nhất thế giới, mỗi khi có tác động từ bên ngoài. Để bảo vệ nhà đầu tư và giúp ổn định thị trường, chính phủ Hàn Quốc quy định mức giao động giá là 15% giá đóng cửa của ngày hôm trước.

Khi giá biến động bất thường KRX có thể tạm ngừng giao dịch cổ phiếu. Trong trường hợp này, KRX sẽ yêu cầu các công ty phải giải trình bất kỳ thông tin nào có liên quan đến vấn đề đó. Nếu sự giải trình là thoả đáng, cổ phiếu của công ty đó lại tiếp tục được giao dịch trong vòng 30 ngày sau khi giải trình.

Thị trường cổ phiếu Hàn Quốc đặt ra quy định bước giá tương ứng với các mức giá khác nhau của cổ phiếu. Ngoài ra, để có thể tạo môi trường thuận lợi cho các nhà đầu tư cá nhân, Ủy ban chứng khoán nhà nước cho phép giao dịch cổ phiếu theo các đơn vị nhỏ bằng 1/10 các đơn vị giao dịch thông thường. Đồng thời, việc giao dịch cổ phiếu lẻ (không phải là bội số của 10) vẫn được thực hiện khi mà giá thị trường của cổ phiếu vượt quá 5.000 won hoặc sau phiên giao dịch. Việc cho phép giao dịch không nhất thiết phải là bội của 10 cổ phiếu tạo ra sự linh hoạt hơn cho thị trường.

Bảng 3.25. Bước giá quy định tương ứng với giá cổ phiếu

Giá mỗi cổ phiếu (Won)	Đơn vị (unit)	Bước giá
Thấp hơn 5.000	5	0.1% hoặc cao hơn
5.000 – 9.999	10	0.2% - 0.1%
10.000 – 49.999	50	0.5% - 0.1%
50.000 – 99.999	100	0.2% - 0.1%
100.000 – 499.999	500	0.5% - 0.1%
Cao hơn 500.000	1.000	Ít hơn 0.2%

Nguồn: Securities market in Korea, 2008

Về thời hạn thanh toán, hiện nay thị trường chứng khoán Hàn Quốc quy định chu kỳ thanh toán đối với các giao dịch trên Sở giao dịch là T+2, tức là giao dịch chứng khoán sẽ hoàn tất việc thanh toán sau 2 ngày kể từ ngày giao dịch. Đây cũng là kỳ hạn thanh toán áp dụng phổ biến trên thế giới.

Thứ năm, các chính sách khuyến khích sự tham gia thị trường chứng khoán Hàn Quốc đã giúp những cải cách sau khủng hoảng tài chính có kết quả khả quan hơn mong đợi. Thống kê của Viện Phát triển Hàn Quốc (KDI) cho thấy, mức lợi nhuận bình quân của cổ phiếu các công ty niêm yết của Hàn Quốc đã đạt mức 2 con số trong 4 năm qua, so với mức 3,2% vào thời điểm năm 1996 - thời điểm không có nhiều lý do để người Hàn Quốc đầu tư vào chứng khoán. Thêm vào đó, các chính sách khuyến khích nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường cổ phiếu đã củng cố niềm tin của các nhà đầu tư. Chiến lược đầu tư dài hạn của các quỹ quản lý tài sản nước ngoài đã cho nhà đầu tư Hàn Quốc thấy rằng, tiềm năng lợi nhuận sẽ lớn nếu họ bỏ tiền đầu tư cổ phiếu dài hạn.

3.3.4.2. Một số bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam

Sau khi nghiên cứu về thị trường cổ phiếu Hàn Quốc chúng ta có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm thành công cũng như thất bại của Hàn Quốc sau nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường cổ phiếu Việt Nam.

Thứ nhất, cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật về thị trường chứng khoán, đặc biệt sớm bổ sung sửa đổi các văn bản pháp lý liên quan đến hoạt động phát hành và giao dịch trên thị trường cổ phiếu, ban hành các văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động mua bán doanh nghiệp (M&A) nhằm thúc đẩy quá trình huy động vốn trên thị trường chứng khoán trong bối cảnh khó khăn hiện nay.

Thứ hai, nhằm nâng cao hiệu quả của các giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán, cần nhanh chóng nâng cấp hệ thống giao dịch tại Sở Giao dịch, áp dụng hệ thống giao dịch tự động hoá hoàn toàn thay vì hệ thống giao dịch bán tự động như hiện nay. Trong tương lai, nên xây dựng Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh theo mô hình Sở giao dịch chứng khoán thống nhất và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội sẽ được phát triển thành thị trường OTC. Sở giao dịch chứng khoán nên tổ chức theo mô hình công ty cổ

phần có sự tham gia của nhà nước và các thành viên của thị trường nhằm đảm bảo tính hiệu quả của hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Thứ ba, trong bối cảnh thị trường chứng khoán suy giảm, khối lượng giao dịch thấp như hiện nay, cần áp dụng các biện pháp nhằm khuyến khích sự tham gia thị trường của các tổ chức niêm yết và các nhà đầu tư như tiếp tục có những chính sách ưu đãi về thuế thu nhập đối với các doanh nghiệp niêm yết, nên hoãn kế hoạch đánh thuế thu nhập từ hoạt động đầu tư chứng khoán.

Thứ tư, cần tiếp tục cải tiến các quy định về kỹ thuật giao dịch trên thị trường, giảm thiểu những rào cản kỹ thuật nhằm đảm bảo tính ổn định, giảm thiểu rủi ro và nâng hiệu quả hoạt động của thị trường, Trong tương lai, cần cải tiến hệ thống thanh toán, giảm chu kỳ thanh toán xuống T+2 nhằm tăng tính thanh khoản của thị trường. Sở giao dịch tiếp tục áp dụng quy định về biên độ giao động giá nhằm tránh tình trạng bán tháo cổ phiếu, tuy nhiên cần có sự điều chỉnh linh hoạt nhằm hạn chế những mặt tiêu cực đối với thị trường. Bên cạnh đó, cần tạo ra sự linh hoạt trong giao dịch như cho phép giao dịch lẻ, giao dịch bán khống, giao dịch ký quỹ v.v

Thứ năm, cần có một tổ chức phi lợi nhuận nhằm mục đích đào tạo kiến thức và xây dựng văn hoá đầu tư. Tổ chức này chuyên đảm nhận trách nhiệm đào tạo kiến thức về thị trường chứng khoán, về kỹ năng đầu tư và xây dựng văn hoá đầu tư. Điều này đặc biệt quan trọng đối với các thị trường mới nổi, nơi mà các nhà đầu tư cá nhân chiếm tỷ trọng đáng kể trên thị trường chứng khoán. Ở Việt Nam hiện nay có rất nhiều kênh truyền hình cung cấp các thông tin về cổ phiếu, tuy nhiên cách làm này chưa thực sự phát huy hiệu quả.

Cuối cùng, nên từng bước mở cửa thị trường cổ phiếu đối với nhà đầu tư nước ngoài, tiến tới mở cửa hoàn toàn thị trường. Mở cửa thị trường vốn nói chung và thị trường cổ phiếu nói riêng sẽ thúc đẩy sự lưu thông nguồn vốn giữa trong nước và quốc tế, có tác dụng tốt trong việc tận dụng tiềm năng vốn trong nước và quốc tế.

3.3.5. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Chứng khoán phái sinh (derivatives) là một công cụ tài chính, hay cụ thể hơn là một hợp đồng giữa hai bên về một giao dịch trong tương lai, và giá trị của nó được xác định dựa trên giá cả của một tài sản cơ sở có thể là hàng hóa, ngoại tệ, chứng khoán... Từ thế kỷ 17, hợp đồng quyền chọn đối với hoa tulip đã được giao dịch ở Hà Lan hay hợp đồng tương lai với gạo đã được thực hiện tại Nhật Bản. Hiện nay, chứng khoán phái sinh đã trở thành một công cụ quan trọng trong hoạt động quản trị rủi ro, tuy nhiên sự phát triển của chứng khoán phái sinh cũng đem lại những nguy cơ mới đối với sự phát triển ổn định của thị trường tài chính.

Thị trường chứng khoán phái sinh đã có bước phát triển mạnh mẽ ở các quốc gia châu Á trong thập niên vừa qua. Sự ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh đã mang lại nhiều lợi ích cho các quốc gia trong khu vực. Tuy nhiên bên cạnh những thành công, sự phát triển thị trường chứng khoán phái sinh ở các quốc gia này cũng gặp những khó khăn, thất bại nhất định.

3.3.5.1. Thị trường chứng khoán phái sinh toàn cầu

Một trong những tiền đề lý thuyết quan trọng cho sự ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh hiện đại là những nghiên cứu của Black, Scholes và Merton vào đầu những năm 1970. Cùng với những tiến bộ vượt bậc về công nghệ thông tin và đặc biệt sau khi hai sở giao dịch hợp đồng tương lai được thành lập tại Chicago, thị trường chứng khoán phái sinh toàn cầu đã có những bước phát triển mạnh mẽ.

Từ giao dịch hoán đổi đối với các khoản vay sử dụng các đồng tiền khác nhau của Ngân hàng Thế giới và IBM năm 1981, thị trường các công cụ phái sinh được phát triển theo hai hướng: thị trường OTC và các sở giao dịch tập trung.

Theo thống kê của Ngân hàng thanh toán quốc tế (BIS), trong thập niên vừa qua, thị trường chứng khoán phái sinh OTC đã tăng trưởng 10 lần, với tốc độ tăng trưởng hàng năm đạt hơn 30% kể từ năm 1990. Tính đến tháng 12/2007, giá trị thị trường chứng khoán phái sinh OTC đạt 14.522 tỷ USD. Trong số đó, thị trường Mỹ chiếm 40% (20% tại JP Morgan Chase), thị

trường Châu Âu chiếm 40% (chủ yếu ở London và Frankfurt) và thị trường châu Á chiếm 20% (chủ yếu tại Tokyo). Phần lớn các công cụ trên thị trường OTC là các công cụ liên quan đến lãi suất (49,4% năm 2007, trong đó chủ yếu là hợp đồng hoán đổi lãi suất), kể đến là các loại chứng khoán phái sinh tỷ giá (12,4%) và chứng khoán phái sinh cổ phiếu (7,9%). Đây là thị trường bán buôn, chịu sự chi phối của các tổ chức tài chính lớn, chỉ có khoảng 10% các hoạt động trên thị trường này được thực hiện bởi các tổ chức phi tài chính.

Bảng 3.26. Giá trị thị trường OTC chứng khoán phái sinh toàn cầu năm 2006 - 2007

Đơn vị: tỷ USD

	6/2006	12/2006	6/2007	12/2007
<i>A. Hợp đồng ngoại hối</i>	<i>1.136</i>	<i>1.266</i>	<i>1.345</i>	<i>1.807</i>
<i>B. Hợp đồng lãi suất</i>	<i>5.445</i>	<i>4.826</i>	<i>6.063</i>	<i>7.177</i>
<i>trong đó Hoán đổi lãi suất</i>	<i>4.849</i>	<i>4.163</i>	<i>5.321</i>	<i>6.183</i>
<i>C. Hợp đồng liên quan đến cổ phiếu</i>	<i>671</i>	<i>853</i>	<i>1.116</i>	<i>1.142</i>
<i>D. Hợp đồng hàng hóa</i>	<i>718</i>	<i>667</i>	<i>636</i>	<i>753</i>
<i>E. Các chứng khoán phái sinh khác</i>	<i>1.685</i>	<i>1.609</i>	<i>1.259</i>	<i>1.642</i>
Tổng	9.949	9.691	11.140	14.522

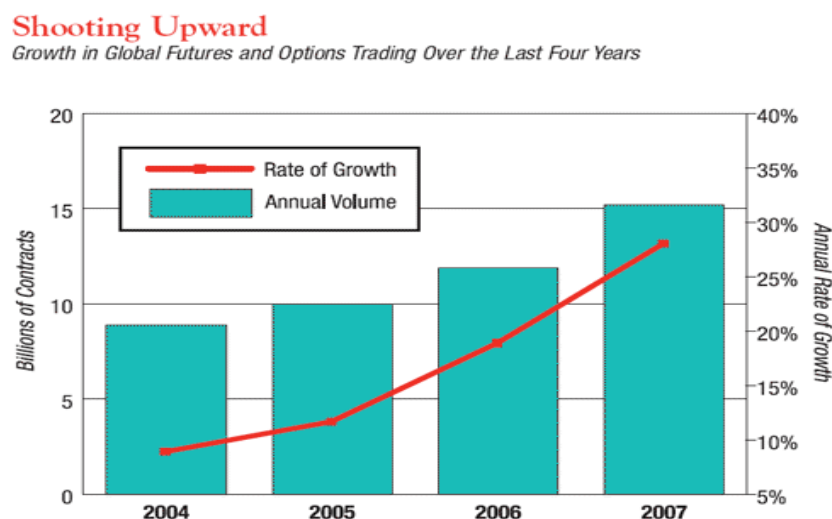
Nguồn: Bank of International Settlement, BIS Quarterly Review, tháng 6/2008

Thị trường chứng khoán phái sinh tập trung cũng có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ. Theo báo cáo của Hiệp hội Giao dịch tương lai (Futures Industry Association - FIA), có hơn 15 tỷ hợp đồng tương lai và quyền chọn được thực hiện tại 54 sở giao dịch phái sinh năm 2007, tăng 28% so với năm 2006. Hợp đồng tương lai và quyền chọn cổ phiếu (cả chỉ số lẫn cổ phiếu đơn lẻ) là động cơ chính cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trên. Các sản phẩm liên quan đến cổ phiếu chiếm đến 64% khối lượng giao dịch và giải thích hơn 71% mức tăng về khối lượng. Các hợp đồng tương lai và quyền chọn lãi suất, hàng hóa cũng có tốc độ tăng trưởng cao nhờ áp dụng hệ thống giao dịch điện tử.

Tốc độ tăng trưởng cao diễn ra tại tất cả các sở giao dịch trên thế giới. Giao dịch chứng khoán phái sinh không còn tập trung tại các trung tâm tài chính Châu Âu và Bắc Mỹ nữa mà đã lan rộng ra khắp thế giới. Năm 2007,

khu vực châu Á Thái Bình Dương chiếm đến 28% khối lượng hợp đồng tương lai và quyền chọn trên các sở giao dịch, so với 22% của châu Âu.

Hình 3.13. Sự phát triển của hợp đồng tương lai và quyền chọn từ 2004-2007



Nguồn: Galen Burghardt, Volume Surges Again - Global Futures and Options Trading Rises 28% in 2007. FIA Magazine số tháng 3+4/2008

Bảng 3.27. Thị trường chứng khoán phái sinh tập trung toàn cầu theo khu vực

Khu vực	Năm 2007	Năm 2006	% thay đổi
Châu Á TBD	4.186.511.897	3.511.548.425	19,22%
Châu Âu	3.355.222.878	2.674.329.578	25,46%
Bắc Mỹ	6.137.204.364	4.616.725.727	32,93%
Nam Mỹ	1.048.627.318	864.665.702	21,28%
Các khu vực khác	459.104.373	194.943.593	135,51%
Tổng	15.186.670.830	11.862.213.025	28,03%

Ghi chú: Số liệu dựa trên tổng số hợp đồng tương lai và quyền chọn giao dịch tại 54 sở giao dịch trên thế giới

Nguồn: Galen Burghardt, Volume Surges Again - Global Futures and Options Trading Rises 28% in 2007. FIA Magazine số tháng 3+4/2008

Sở Giao dịch chứng khoán Hàn Quốc đã trở thành sở giao dịch chứng khoán phái sinh lớn nhất trên thế giới (từ năm 2004-2006), các sở GD khác

của châu Á như Ấn Độ, Dalian, Zhengzhou (Trung Quốc), Đài Loan, Osaka (Nhật bản) cũng đã nằm trong số 25 thị trường lớn nhất trên thế giới. Trong các thị trường này, một số thị trường tập trung vào các chứng khoán phái sinh cổ phiếu (Hàn Quốc, Ấn Độ, Hồng Kông), một số thị trường khác chuyên kinh doanh các loại chứng khoán phái sinh hưởng lãi suất cố định (Singapore) hoặc chứng khoán phái sinh hàng hóa (Tokyo, Zhengzhou).

3.3.5.2. Thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc

3.3.5.2.1. Sự hình thành của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc

Cho đến năm 2006, Sở giao dịch chứng khoán phái sinh Hàn Quốc vẫn là thị trường lớn nhất toàn cầu cả về quy mô lẫn khối lượng giao dịch. Thị trường phái sinh này chỉ chịu nhường vị trí đứng đầu cho thị trường Chicago Mercantile Exchange (CME) vào năm 2007. Tốc độ tăng trưởng vượt bậc trong một khoảng thời gian ngắn (gần 10 năm) của chứng khoán phái sinh Hàn Quốc là kết quả của một quá trình chuẩn bị lâu dài, bắt nguồn từ những nghiên cứu khả thi vào đầu những năm 1990.

Năm 1993 đánh dấu sự khởi đầu chính thức của thị trường phái sinh Hàn Quốc khi Bộ Tài chính và Kinh tế Hàn Quốc (Ministry of Finance and Economy - MOFE) thành lập Ủy ban chuẩn bị cho việc thành lập thị trường hợp đồng tương lai đối với chỉ số cổ phiếu. Vào tháng 12/1995, Luật giao dịch hợp đồng tương lai đã được ban hành (sửa đổi tháng 1 năm 2000). Đến tháng 2 năm 1996, Tổ chức chuẩn bị cho việc thành lập Sở giao dịch tương lai Hàn Quốc được thành lập. Hàng hóa trên Sở giao dịch này bao gồm hợp đồng tương lai trái phiếu kho bạc Hàn Quốc, hợp đồng tương lai và quyền chọn USD, hợp đồng tương lai lãi suất chứng chỉ tiền gửi và hợp đồng tương lai vàng.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc có thể được chia làm ba giai đoạn. Giai đoạn một đặc trưng bởi sự ra đời và phát triển của thị trường phái sinh tập trung. Hợp đồng tương lai đối với chỉ số chứng khoán (chỉ số chứng khoán KOSPI 200) lần đầu tiên được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc (Korea Stock Exchange - KSE) vào tháng 5 năm 1996. Tiếp nối sự thành công này, vào tháng 7 năm 1997, hợp đồng quyền chọn đối với chỉ số KOSPI 200 cũng được đưa ra thị trường. Tháng 4/1999, Sở giao dịch tương lai Hàn Quốc (Korea Futures Exchange -

KOFEX) được chính thức khai trương tại thành phố cảng Busan, giao dịch các hợp đồng tương lai và quyền chọn đối với chứng khoán và hàng hóa, trừ những chứng khoán phái sinh liên quan đến cổ phiếu được giao dịch tại KSE. Thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc, trước đây nằm ở cả KSE và KOFEX được thống nhất vào tháng 1 năm 2004 khi hợp đồng tương lai và quyền chọn KOSPI 200 và những chứng khoán phái sinh liên quan đến cổ phiếu khác được chuyển từ KSE sang KOFEX. Đến tháng 1 năm 2005, các thị trường KSE, KOSDAQ và KOFEX sát nhập lại thành Sở giao dịch Hàn Quốc (Korea Exchange - KRX) và tất cả các chứng khoán phái sinh sẽ được giao dịch tại bộ phận thị trường tương lai của KRX.

Bảng 3.28 giới thiệu chi tiết về những điểm mốc đáng ghi nhớ trong sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh tập trung của Hàn Quốc.

Bảng 3.28. Sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc

Ngày	Sự kiện
5.1992	Nghiên cứu khả thi cho sự phát triển chứng khoán phái sinh tại Hàn Quốc
8.1993	Bắt đầu thiết kế hợp đồng tương lai và quyền chọn cho chỉ số chứng khoán
10.1993	Thành lập Ủy ban chuẩn bị cho việc hình thành thị trường tương lai và quyền chọn đối với chỉ số chứng khoán
6.1994	Hình thành hệ thống giao dịch và thanh toán bù trừ cho thị trường tương lai và quyền chọn. KSE công bố chỉ số KOSPI 200
3.1995	Hoàn thành hệ thống giao dịch tự động cho hợp đồng tương lai KOSPI 200
4.1995	Thử nghiệm giao dịch 3 giai đoạn đối với hợp đồng tương lai KOSPI 200
5.1995	Thông qua Luật Giao dịch tương lai
2.1996	Thành lập Ủy ban chuẩn bị cho việc thành lập Sở giao dịch tương lai Hàn Quốc
3.1996	48 công ty môi giới được cấp phép để tiến hành giao dịch đối với hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán
4.1996	Phiên thử nghiệm cuối cùng cho giao dịch hợp đồng tương lai KOSPI 200
5.1996	Hợp đồng tương lai KOSPI 200 được chính thức giao dịch tại KSE
7.1996	Luật Giao dịch tương lai chính thức có hiệu lực. Thành lập thị trường chứng khoán KOSDAQ

Ngày	Sự kiện
2. 1997	Các phiên giao dịch thử nghiệm 3 giai đoạn bắt đầu
7.1997	Hợp đồng quyền chọn KOSPI 200 được chính thức giao dịch tại KSE
8.1998	Ban hành các quy định giao dịch cho KOFEX
2.1999	Các phiên giao dịch thử nghiệm được tiến hành ở KOFEX
4.1999	KOFEX chính thức hoạt động, giao dịch hợp đồng tương lai và quyền chọn USD, hợp đồng tương lai CD
7.1999	Khối lượng giao dịch bình quân ngày của KOFEX vượt quá ngưỡng 10000 hợp đồng
9.1999	Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ được niêm yết tại KOFEX
11.2000	Thử giao dịch 2 giai đoạn đối với hợp đồng tương lai KOSDAT 50
1.2001	Hợp đồng tương lai KOSDAQ 50 chính thức được giao dịch tại KOFEX
12.2001	Hợp đồng quyền chọn KOSDAQ 50 chính thức được giao dịch tại KOFEX
1.2002	KSE thành lập thị trường quyền chọn cổ phiếu
5.2002	Hợp đồng quyền chọn trái phiếu chính phủ chính thức được giao dịch tại KOFEX
12.2002	Hợp đồng tương lai lãi suất trái phiếu bình ổn tiền tệ (MSB) chính thức được giao dịch tại KOFEX
1.2004	Luật chứng khoán Hàn Quốc (số 7112) chính thức có hiệu lực. Hợp đồng tương lai, quyền chọn KOSPI 200 và hợp đồng quyền chọn cổ phiếu được chuyển từ KSE sang KOFEX
1.2005	Sự ra đời của Sở giao dịch thống nhất KRX. KRX gồm 3 bộ phận: Bộ phận thị trường cổ phiếu (KSE), thị trường KOSDAQ và thị trường tương lai
7.2005	KRX giới thiệu hợp đồng tương lai KOSTAR (dựa trên chỉ số KOSDAQ Star Index ra đời tháng 1.2004)
5.2006	Hợp đồng tương lai JPY và EUR chính thức giao dịch trên KRX
8.2007	Thống nhất các quy định về thị trường tương lai

Nguồn: Tổng hợp từ Korea Securities Dealers Associations (2008), 2008 Securities Market in Korea và trang web của KRX

Nếu giai đoạn đầu tiên đặc trưng bởi sự ra đời và phát triển của các công cụ lưu thông trên sở giao dịch chứng khoán phái sinh thì giai đoạn thứ hai, bắt đầu từ đầu những năm 2000, chứng kiến sự phát triển mạnh mẽ của thị trường phái sinh OTC nơi các nhà đầu tư tham gia thị trường để phòng ngừa rủi ro khi thương mại và đầu tư quốc tế gia tăng mạnh mẽ. Các ngân hàng trong nước bắt đầu thành lập các bộ phận phái sinh và cố gắng tham gia vào thị trường các nhà kinh doanh chứng khoán, vốn chịu sự chi phối trước đó

của các ngân hàng đầu tư nước ngoài. Theo Ủy ban giám sát tài chính Hàn Quốc, khối lượng giao dịch của tất cả các loại chứng khoán phái sinh đã tăng đến 8,6 nghìn tỷ USD vào năm 2007, tăng 72% so với năm 2006, dẫn đến tốc độ tăng trưởng bình quân 5 năm trên thị trường này đạt đến 46%/năm.

Giai đoạn thứ ba đánh dấu sự ra đời của các công cụ phái sinh chứng khoán hóa như các chứng khoán gắn với cổ phiếu (Equity-linked securities - ELS) năm 2003 hay quyền chọn mua cổ phiếu gắn với các cổ phiếu niêm yết (listed equity-linked warrants - ELW) năm 2005. ELS là sự mở rộng của phái sinh cổ phiếu thành các công cụ kết hợp sản phẩm phái sinh với công cụ tiền mặt cho các nhà đầu tư nhỏ để đạt được mức sinh lời mong đợi. Năm 2007, số lượng ELS phát hành hàng năm đã tăng 8 lần sau 5 năm, đạt mức 25,7 nghìn tỷ won. ELW là công cụ cho phép các nhà đầu tư nhỏ có thể tham gia vào thị trường phái sinh OTC.

3.3.5.2.2. Hàng hóa trên thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc

Chứng khoán phái sinh trên Sở giao dịch Hàn Quốc KRX

Các công cụ phái sinh trên Sở giao dịch KRX có thể chia thành 4 nhóm chính: Nhóm chứng khoán phái sinh cổ phiếu, nhóm chứng khoán phái sinh lãi suất, nhóm chứng khoán phái sinh ngoại tệ và nhóm chứng khoán phái sinh hàng hóa. Trong phần này, nghiên cứu sẽ tập trung giới thiệu các chứng khoán phái sinh chỉ số cổ phiếu và trên cơ sở đó giới thiệu các nhóm chứng khoán phái sinh khác.

Nhóm chứng khoán phái sinh cổ phiếu

a. Nhóm chứng khoán phái sinh chỉ số chứng khoán

Hợp đồng tương lai và quyền chọn chỉ số KOSPI 200

Chỉ số chứng khoán KOSPI 200 là một trong những hàng hóa cơ bản cho hợp đồng tương lai và quyền chọn ở Hàn Quốc. KOSPI 200 là một chỉ số chứng khoán tính theo giá trị thị trường của 200 cổ phiếu hàng đầu (về giá trị thị trường, tính thanh khoản và vị thế trong các ngành) và là chỉ số đại diện cho hoạt động của thị trường chứng khoán Hàn Quốc.

Các hợp đồng tương lai KOSPI 200 có các thời điểm đáo hạn vào tháng 3, 6, 9 và 12 (ngày thứ năm thứ hai của mỗi tháng) với kỳ hạn dài nhất là một năm. Giá trị của một hợp đồng tương lai được tính bằng 500.000 won nhân

với chỉ số KOSPI 200. Sau khi thị trường đóng cửa, KSE sẽ quyết định mức giá thanh toán cho các hợp đồng tương lai và tiến hành các giao dịch bù trừ đối với tất cả các vị thế mở.

Các hợp đồng quyền chọn sẽ được niêm yết vào hai tháng trước các tháng 3, 6, 9 và 12. Hợp đồng quyền chọn ở Hàn Quốc được thực hiện theo kiểu châu Âu, nghĩa là hợp đồng chỉ được thực hiện vào ngày đáo hạn. Giá trị của một hợp đồng quyền chọn bằng với 100.000 won nhân với giá hợp đồng quyền chọn.

Thời gian giao dịch cho thị trường tương lai và quyền chọn KOSPI 200 cũng giống như thời gian giao dịch của KSE, trừ hai điểm: sau khi thị trường đóng cửa, thị trường tương lai và quyền chọn sẽ có thêm 15 phút để điều chỉnh các vị thế và vào ngày giao dịch cuối cùng, thị trường tương lai và quyền chọn sẽ đóng cửa sớm hơn KSE 10 phút để tránh những ảnh hưởng có thể có đối với chỉ số KOSPI 200.

Hợp đồng tương lai KOSTAR

Hợp đồng tương lai KOSTAR được giới thiệu lần đầu vào tháng 7 năm 2005. Các điều khoản của hợp đồng này về cơ bản giống hợp đồng tương lai KOSPI 200, trừ một số điểm khác biệt: (i) hàng hóa cơ sở của hợp đồng tương lai KOSTAR là chỉ số KOSDAQ STAR của thị trường phi tập trung KOSDAQ (chỉ số này bao gồm 30 cổ phiếu blue chip của KOSDAQ), (ii) giá trị hợp đồng được tính bằng chỉ số STAR nhân với 10.000 won, (iii) giao động giá tối thiểu là 0,5 điểm.

Bảng 3.29 sẽ giới thiệu chi tiết điều kiện hợp đồng của ba loại chứng khoán phái sinh chỉ số trên.

b. Nhóm chứng khoán phái sinh cổ phiếu đơn lẻ

Bên cạnh nhóm chứng khoán phái sinh chỉ số thị trường, hợp đồng tương lai và quyền chọn đối với một số cổ phiếu lớn trên thị trường KRX cũng được giao dịch từ năm 2002 (hợp đồng tương lai: 15 cổ phiếu¹, hợp đồng quyền chọn: 30 cổ phiếu²). Hợp đồng tương lai và quyền chọn cổ phiếu

¹ Samsung Electronics, Posco, SK Telecom, Kookmin Bank, KEPCO, Hyundai Motors, Shiseigae, KT, KT&G, LG Philips LCD, Woori Finance, Shinhan Group, LG Electronics, Haha Financial Group, Hyundai Heavy Industries

² Samsung Electronics, Posco, SK Telecom, Kepco, KB, KT, Hyundai Motors, LG Electronics, SK Energy, Shinhan Financial Group, Samsung SDI, KT&G, Hana Financial Group, Mobis, Kia Motors, LG, Samsung Fire & marine

ra đời giúp các nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro đối với từng loại cổ phiếu cụ thể, do mối tương quan giữa lợi tức thị trường và lợi tức của từng cổ phiếu ở Hàn Quốc tương đối thấp. Tuy mới ra đời nhưng thị trường này cũng đã có bước phát triển nhảy vọt, giá trị giao dịch đối với hợp đồng tương lai cổ phiếu năm 2007 đạt 25 nghìn tỷ won, gấp gần 3 lần con số 9,3 nghìn tỷ won của năm 2005.

Về cơ bản, hợp đồng phái sinh đối với cổ phiếu đơn lẻ và đối với KOSPI 200 có nhiều điểm tương đồng về thời hạn, thời gian giao dịch, hình thức thanh toán và ngày đáo hạn. Tuy nhiên, giữa hai loại hợp đồng trên cũng có một vài điểm khác biệt như: hợp đồng phái sinh cổ phiếu thông thường bao gồm 10 cổ phiếu, biên độ giao động giá đối với hợp đồng tương lai là $\pm 15\%$ (10% đối với KOSPI 200), hay quy định khác về mỗi bước giá.

Các chứng khoán phái sinh khác

Nhóm chứng khoán phái sinh lãi suất: bao gồm hợp đồng tương lai (từ 29/9/1999) và quyền chọn (từ 5/2002) đối với trái phiếu chính phủ (Korea Treasury Bond - KTB) 3 năm, hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ 5 năm (từ 22/08/2003), 10 năm (từ 25/2/2008), chứng chỉ tiền gửi (Certificate of Deposit - CD) và trái phiếu ổn định tiền tệ (Monetary Stabilization Bonds - MSB, kể từ 6/12/2002). *Nhóm chứng khoán phái sinh tiền tệ:* hợp đồng tương lai (từ 23/04/1999) và quyền chọn USD, hợp đồng tương lai EUR, JPY (từ 26/5/2006). *Nhóm chứng khoán phái sinh hàng hóa:* bao gồm hợp đồng tương lai và quyền chọn vàng (từ 23/04/1999)

Bảng 3.29. Các điều khoản của hợp đồng tương lai và quyền chọn KOSPI 200, hợp đồng tương lai KOSTAR

	Hợp đồng tương lai KOSPI 200	Hợp đồng quyền chọn KOSPI 200	Hợp đồng tương lai KOSTAR
Hàng hóa cơ sở	Chỉ số KOSPI 200	Chỉ số KOSPI 200	Chỉ số KOSDAQ STAR
Giá trị hợp đồng	Chỉ số KOSPI 200 x 500.000 won	Chỉ số KOSPI 200 x 100.000 won	Chỉ số STAR x 10.000 won
Bước giá	0.05 điểm (25.000 won)	0.05 điểm (5.000 won) cho những hợp đồng quyền chọn có giá lớn hơn hoặc bằng 3 điểm, và 0.01 điểm (1000 won) cho những thay đổi dưới 3 điểm	0.5 điểm (5.000 won)
Tháng hợp đồng	Đáo hạn vào tháng 3, 6, 9, 12	3 tháng liên tục gần nhất và 1 trong các tháng 3, 6, 9, 12	Bốn tháng liên tục kết thúc vào tháng 3, 6, 9, 12
Giới hạn thay đổi giá	±10% so với giá đóng cửa của ngày giao dịch trước	Không có	10% so với giá đóng cửa của ngày giao dịch trước
Ngày giao dịch cuối cùng	Ngày thứ năm thứ hai của tháng đáo hạn	Ngày thứ năm thứ hai của tháng đáo hạn (kiểu châu Âu)	Ngày thứ năm thứ hai của tháng đáo hạn
Ngày thanh toán cuối cùng	T + 1	T + 1	T + 1
Số hợp đồng tối đa	1.000	5.000	
Ngừng giao dịch	Khi giá của các hợp đồng giao dịch phổ biến nhất tăng giảm quá 5% so với giá tham chiếu trong 1 phút, và khi chênh lệch giữa giá thị trường và giá lý thuyết vượt quá 3%, thị trường sẽ ngừng giao dịch 5 phút. Khi KSE ngừng giao dịch	Nếu giao dịch trên KSE hay thị trường tương lai bị ngừng	Khi giá của các hợp đồng giao dịch phổ biến nhất tăng giảm quá 6% so với giá tham chiếu trong 1 phút, và khi chênh lệch giữa giá thị trường và giá lý thuyết vượt quá 3%, thị trường sẽ ngừng giao dịch 5 phút. Khi KOSDAQ ngừng giao dịch

Nguồn: Tổng hợp từ Korea Securities Dealers Associations (2008), 2008 Securities Market in Korea

Bảng 3.30. Các điều khoản hợp đồng của một số loại chứng khoán phái sinh trên thị trường Hàn Quốc

	Hợp đồng tương lai KTB 3, 5, 10 năm	Hợp đồng tương lai MSB	Hợp đồng tương lai USD, EUR, JPY	Hợp đồng quyền chọn USD	Hợp đồng tương lai vàng
Hàng hóa cơ sở	KTB 3, 5, 10 năm	MSB kỳ hạn 364 ngày	USD, EUR, JPY	USD	Vàng thời 99,99%
Giá trị hợp đồng	100 triệu won, 100 triệu won, 50 triệu won	200 triệu won	US\$50.000, EUR50000, JPY5.000.000,	US\$10.000	1kg (1000g)
Bước giá	0.01 điểm đối với KTB 3+5; 0.02 điểm đối với KTB 10 (10.000 won)	0.01 điểm (20.000 won)	0.1 (5.000 won)	0.1 (1.000 won)	10 (10.000 won)
Tháng hợp đồng	Hai tháng liên tục đầu tiên của một quý đối với KTB3+5, 3 tháng của 1 quý - KTB10	Bốn tháng đầu tiên bắt đầu từ tháng 3, 6, 9, 12	Ba tháng liên tục đầu tiên cộng với ba tháng tiếp theo của 1 quý (bắt đầu từ tháng 3, 6, 9, 12)	Ba tháng liên tục đầu tiên cộng với ba tháng tiếp theo của 1 quý (bắt đầu từ tháng 3, 6, 9, 12)	Hai tháng liên tục cộng với năm tháng chẵn (2, 4, 6, 8, 10, 12)
Giới hạn thay đổi giá	Không có				
Ngày giao dịch cuối cùng	Ngày thứ Ba thứ ba của tháng đáo hạn	Ngày thứ Ba thứ ba của tháng đáo hạn	Ngày thứ Hai thứ ba của tháng đáo hạn	Ngày thứ Hai thứ ba của tháng đáo hạn (kiểu châu Âu)	Hai ngày cuối cùng trước ngày thanh toán
Ngày thanh toán cuối cùng	KTB 3 + 5: T + 1 KTB 10: T + 2	T + 1	T + 2	T + 2	Ngày cuối cùng của tháng đáo hạn
Hình thức thanh toán	KTB 3 + 5: Tiền mặt KTB 10: Thanh toán thực tế	Tiền mặt	Thanh toán thực tế	Thanh toán thực tế	Thanh toán thực tế

Nguồn: Tổng hợp từ Korea Securities Dealers Associations (2008), 2008 Securities Market in Korea và trang web của KRX

Chứng khoán phái sinh trên thị trường OTC

Các công cụ phái sinh chứng khoán hóa

Đây là những sản phẩm tài chính kết hợp những công cụ tài chính thông thường như chứng chỉ tiền gửi, ngoại tệ... với chứng khoán phái sinh. Số tiền và phương thức thanh toán được xác định với việc thỏa mãn các điều kiện đã thống nhất về giá chứng khoán, lãi suất, tỷ giá hối đoái và rủi ro tín dụng. Chỉ có những công ty chứng khoán được phép giao dịch các sản phẩm OTC mới được phép phát hành các công cụ phái sinh chứng khoán hóa gắn với cổ phiếu. Các hàng hóa cơ bản khác bao gồm chứng khoán, ngoại tệ, hàng hóa cũng như rủi ro tín dụng.

Bảng 3.31. Các công cụ phái sinh chứng khoán hóa trên thị trường Hàn Quốc

Hàng hóa cơ sở	Mô tả	Ví dụ
Lãi suất	Việc thanh toán lãi và gốc gắn với các nhân tố lãi suất khác nhau	Các sản phẩm lãi suất thả nổi đảo ngược, các sản phẩm lãi suất CMT, các khoản tiền gửi gắn quyền chọn...
Cổ phiếu	Việc thanh toán lãi và gốc gắn với cổ phiếu	ELW và ELS (ví dụ việc thanh toán trái phiếu, tiền gửi gắn liền với thay đổi đối với giá cổ phiếu hoặc chỉ số cổ phiếu)
Ngoại tệ	Việc thanh toán lãi và gốc gắn với thay đổi tỷ giá hối đoái	Các khoản tiền gửi tỷ giá
Hàng hóa	Việc thanh toán lãi và gốc gắn với hàng hóa như vàng	Các khoản tiền gửi và cho vay vàng
Tín dụng	Việc thanh toán lãi và gốc gắn với rủi ro tín dụng	Các khoản cho vay gắn với tín dụng (Credit-linked notes), các khoản cho vay thế chấp kết hợp

Nguồn: Korea Securities Dealers Associations (2008), Securities Market in Korea

3.3.5.2.3. Hoạt động của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc

Mặc dù mới ra đời hơn 10 năm nhưng thị trường chứng khoán phái sinh chỉ số chứng khoán Hàn Quốc đã nổi lên trở thành một trong những thị trường

chứng khoán phái sinh lớn nhất trên thế giới cả về khối lượng lẫn giá trị giao dịch. Kể từ năm 1996 đến năm 2003, thị trường phái sinh Hàn Quốc đã có tốc độ phát triển chóng mặt, khối lượng giao dịch tăng 120% năm 2000 và 330% năm 2001 và đạt giá trị kỷ lục 331.2 triệu giao dịch thực hiện vào tháng 4 năm 2003. Với tốc độ tăng trưởng đáng kinh ngạc như vậy, đến năm 2004, thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc đã vượt qua các thị trường phát triển để trở thành sở giao dịch phái sinh hoạt động tích cực nhất thế giới. Vị trí thứ nhất này chỉ bị nhường cho thị trường CME (sau khi sát nhập với Chicago Board of Trade) vào năm 2007.

Bảng 3.32. Các sở giao dịch chứng khoán phái sinh lớn nhất thế giới 2007*

STT	Sở Giao dịch	2007	2006	% thay đổi
1	CME Group	2.804.988.291	2.209.148.447	26,97%
2	Korea Exchange	2.709.140.423	2.474.593.261	9,48%
3	Eurex	1.899.861.926	1.526.751.902	24,44%
4	Liffe	949.025.452	730.303.126	29,95%
5	Chicago Board Options Exchange	945.608.219	675.213.772	40,05%
6	International Securities Exchange	804.347.677	591.961.518	35,88%
7	Bolsa de Mercadorias & Futuros	426.363.492	283.570.241	50,36%
8	Philadelphia Stock Exchange	407.972.525	273.093.003	49,39%
9	National Stock Exchange of India	379.874.850	194.488.403	95,32%
10	Bolsa de Valores de Sao Paulo	367.690.283	287.518.574	27,88%

**Xếp theo khối lượng Hợp đồng tương lai và quyền chọn năm 2007*

Nguồn: Futures Industry (2008)

Giao dịch hợp đồng tương lai KOSPI200 là thị trường tương lai chỉ số chứng khoán lớn thứ ba thế giới. Khối lượng và giá trị giao dịch của thị trường không ngừng tăng lên qua các năm.

Giống như hợp đồng tương lai KOSPI 200, hợp đồng quyền chọn KOSPI 200 cũng đã đạt tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ do nhu cầu quản trị rủi ro biến động giá chứng khoán. Dù mới ra đời năm 2007 nhưng thị trường quyền chọn KOSPI 200 Hàn Quốc đã vươn lên trở thành thị trường giao dịch quyền chọn chỉ số tích cực nhất trên thế giới.

Nếu xét về các nhà đầu tư tham gia thị trường, các nhà đầu tư cá nhân là nhóm chiếm tỷ trọng cao nhất (gần 36% đối với cả hai loại hợp đồng). Các nhà đầu tư nước ngoài cũng tham gia khá tích cực, chiếm đến gần 26% tổng giá trị và khối lượng giao dịch hợp đồng tương lai KOSPI200 và đến 35% đối với giao dịch quyền chọn. Điều này có được sau khi Hàn Quốc dỡ bỏ mức trần giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài đối với hợp đồng tương lai và quyền chọn chỉ số năm 1998.

Bảng 3.33. Khối lượng và giá trị giao dịch hợp đồng tương lai KOSPI 200

Năm	Số lượng giao dịch (nghìn hợp đồng)		Giá trị giao dịch (tỷ won)	
	Tổng	Bình quân ngày	Tổng	Bình quân ngày
2000	19.666	81	859.729	3.567
2001	31.502	128	1.128.613	4.587
2002	42.868	175	1.999.411	8.194
2003	62.204	251	2.677.989	10.842
2004	55.609	223	2.978.521	11.962
2005	43.848	176	3.046.203	12.184
2006	45.684	188	4.011.201	16.507
2007	46.862	191	5.174.112	21.033

Nguồn: Sở Giao dịch Hàn Quốc (Korea Exchange - KRX)

Các sản phẩm phái sinh khác trên KRX cũng có tốc độ tăng trưởng khả quan, tuy nhiên vẫn không bằng các loại chứng khoán phái sinh chỉ số.

Thị trường chứng khoán phái sinh OTC Hàn Quốc ra đời năm 2002 cũng có những bước phát triển đáng ghi nhận. Nhiều sản phẩm phái sinh mới như ELS, ELW cũng được giới thiệu, làm phong phú thêm các sản phẩm phái sinh Hàn Quốc và cung cấp cho các nhà đầu tư các kênh mới để đầu tư gián tiếp vào thị trường chứng khoán Hàn Quốc. Giao dịch phái sinh OTC không ngừng tăng lên. Số lượng ELS phát hành mới hàng tháng đã tăng từ 300 tỷ won năm 2003 đến 1,5 nghìn tỷ won năm 2006. ELW dù mới chỉ được đưa ra thị trường vào cuối

năm 2005 nhưng giao dịch bình quân ngày năm 2007 đã đạt đến 279.7 tỷ won, vươn lên trở thành thị trường lớn thứ 4 thế giới sau Hồng Kông, Đức và Italia.

Bảng 3.34. Sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài

<i>Năm</i>	<i>Hợp đồng tương lai KOSPI 200</i>		<i>Hợp đồng quyền chọn KOSPI 200</i>	
	<i>Giá trị (tỷ won)</i>	<i>Tỷ trọng (%)</i>	<i>Giá trị (tỷ won)</i>	<i>Tỷ trọng (%)</i>
2000	84.415	5,7	3.166	9,45
2001	191.914	8,5	9.464	9,98
2002	435.222	14,1	26.819	10,64
2003	896.411	16,7	49.059	15,32
2004	1.333.143	22,4	51.378	17,73
2005	1.437.705	23,6	60.525	21,48
2006	2.040.850	25,1	75.908	26,25
2007	2.715.165	25,8	152.522	34,92

Nguồn: Sở Giao dịch Hàn Quốc (Korea Exchange - KRX)

Bảng 3.35. Số lượng giao dịch của một số chứng khoán phái sinh trên thị trường KRX

Đơn vị: Hợp đồng

<i>Năm</i>	<i>HĐ tương lai KTB</i>	<i>HĐ tương lai USD</i>	<i>HĐ quyền chọn USD</i>	<i>HĐ tương lai lãi suất CD</i>	<i>HĐ tương lai vàng</i>	<i>HĐ tương lai chỉ số STAR</i>
2000	1,538,507	1,355,730	16,705	2,801	62,936	
2001	9,323,430	1,676,979		1,410		
2002	12,777,991	1,434,591	1,600	2,100		
2003	10,285,042	1,506,123			56,998	
2004	7,352,307	2,090,291			969	
2005	11,223,244	2,667,005				98,267
2006	10,343,605	3,104,641		201		85,689
2007	13,032,852	5,229,744			8,447	21,775

Nguồn: Sở Giao dịch Hàn Quốc (Korea Exchange - KRX)

Có thể thấy, dù mới ra đời nhưng thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc đã có sự phát triển mạnh mẽ. Kinh nghiệm của Hàn Quốc là những bài học

rất quý giá cho các quốc gia đang phát triển, trong đó có Việt Nam, trong việc phát triển thị trường phái sinh của mình.

3.3.5.3. Thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

3.3.5.3.1. Thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

Thị trường phái sinh Việt Nam chỉ mới hình thành trên lĩnh vực ngoại hối và gần đây bắt đầu trên thị trường hàng hóa (vàng và cà phê), hầu như chưa xuất hiện các giao dịch trên thị trường chứng khoán. Các giao dịch phái sinh chủ yếu là hợp đồng kỳ hạn, quyền chọn còn hợp đồng hoán đổi chưa được thực hiện.

Đối với thị trường ngoại hối, hợp đồng hoán đổi và hợp đồng kỳ hạn trên thị trường ngoại hối được Ngân hàng Nhà nước cho phép từ năm 1998 theo quyết định số 17/1998/ QĐ-NHNN ngày 10/1/1998. Với quyết định này, NHNN cho phép các ngân hàng thương mại triển khai các nghiệp vụ hoán đổi lãi suất và mua bán ngoại hối kỳ hạn với khách hàng là các doanh nghiệp xuất nhập khẩu, nhờ vậy, đã giúp cho các doanh nghiệp hạn chế được rủi ro trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế Đông Nam Á. Đến năm 2002, được sự cho phép của Ngân hàng Nhà nước, ngân hàng thương mại cổ phần xuất nhập khẩu Eximbank đã tiến hành thí điểm giao dịch quyền chọn (options). Mặc dù mới đưa vào giao dịch trên thị trường, cơ chế còn khá mới mẻ nhưng bước đầu đã được nhiều khách hàng tham gia. Sang năm 2004, trước tình hình biến động giá cà phê trên thị trường gây rủi ro cho nông dân và các công ty xuất khẩu cà phê, Ngân hàng kỹ thương đã đứng ra làm đầu mối tổ chức cho các doanh nghiệp thực hiện giao dịch phái sinh trên thị trường London, bước đầu mang lại hiệu quả đáng kể.

Tháng 12 năm 2004, hợp đồng quyền chọn vàng lần đầu tiên đã được Ngân hàng thương mại cổ phần Á châu (ACB) cung cấp cho các đối tượng khách hàng là tổ chức có nhu cầu bảo hiểm rủi ro giá vàng và đầu tư sinh lợi trên sự biến động của giá vàng. Từ trước tới nay, hoạt động mua bán vàng của các doanh nghiệp Việt Nam với thị trường ngoài nước cũng như trong nước đều được thực hiện chủ yếu qua hình thức mua bán giao ngay. Điều này khiến doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong hoạt động nhập khẩu khi giá vàng lên cao. Chính vì thế, để tránh rủi ro do giá vàng biến động, các doanh nghiệp kinh doanh

vàng đều đã có ý thức hơn trong việc áp dụng các công cụ bảo hiểm. Sau khi bán các sản phẩm quyền chọn cho các khách hàng trong nước, ACB sẽ ký lại các hợp đồng này ở thị trường nước ngoài để chia sẻ rủi ro. Tuy không được bán quyền chọn nhưng khách hàng mua quyền chọn của ACB có thể bán lại cho ngân hàng quyền chọn đã mua trước đó nếu có nhu cầu. Cách thức giao dịch quyền chọn vàng với ACB là khách hàng sẽ phải trả phí (premium) một lần ngay từ lúc ký hợp đồng. Quy mô giao dịch tối thiểu là 100 lượng vàng, tối đa là 5000 lượng vàng đối với cá nhân và 10000 lượng đối với tổ chức. Thời hạn giao dịch của mỗi hợp đồng quyền chọn vàng giữa ACB và khách hàng tối thiểu là 2 tuần, tối đa là 3 tháng. Việc thực hiện hợp đồng diễn ra trên cơ sở giao nhận vàng thực tế giữa hai bên hoặc ACB sẽ bù trừ các giao dịch vàng để khách hàng hưởng chênh lệch giá.

Kể từ khi được giới thiệu cho đông đảo các cá nhân và tổ chức, quyền chọn vàng đang trở thành một công cụ tài chính hữu hiệu trong hoạt động kinh doanh vàng. Số lượng hợp đồng quyền chọn được giao dịch tại ngân hàng ACB tăng dần, đặc biệt vào những thời điểm giá vàng biến động mạnh. Năm 2006 có số lượng hợp đồng tăng 70% và khối lượng vàng giao dịch tăng 50 % so với năm 2005. Số lượng hợp đồng và khối lượng giao dịch tăng về cuối năm, đặc biệt tháng 12, khi nhu cầu về vàng thường tăng vọt.

Tại Việt Nam hiện có 5 ngân hàng thương mại cung cấp dịch vụ quyền chọn vàng là Ngân hàng TMCP Á châu (ACB), Ngân hàng TMCP xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank), Ngân hàng TMCP Sài Gòn thương tín (Sacombank), Ngân hàng TMCP Phương Đông (OCB) và Ngân hàng TMCP Việt Á (VAB). So với 4 ngân hàng cung cấp dịch vụ quyền chọn với quy mô giao dịch tối thiểu là 100 lượng, Sacombank có quy mô giao dịch tối thiểu cao hơn hẳn: 800 lượng/hợp đồng. Sở dĩ như vậy là vì khi bán hợp đồng quyền chọn trong nước, ngân hàng phải mua đối ứng lại với ngân hàng nước ngoài với điều kiện phải có 800 lượng vàng trở lên. Xét về thời hạn giao dịch, Eximbank là nhà cung cấp dịch vụ quyền chọn vàng với nhiều sự lựa chọn về thời hạn nhất: tối thiểu là 3 ngày và tối đa là 365 ngày.

Sau hợp đồng quyền chọn, hợp đồng kỳ hạn vàng cũng đã được áp dụng tại Việt Nam và có một số ưu điểm là dễ sử dụng, dễ tính toán và không đòi hỏi phải có quy mô giao dịch tối thiểu cao như hợp đồng quyền chọn. Eximbank là ngân hàng đầu tiên cung cấp loại hợp đồng này với kỳ hạn tối thiểu là 3 ngày, tối đa là 6 tháng, quy mô giao dịch tối thiểu là 10 lượng vàng. Để tạo điều kiện cho khách hàng, Eximbank cho phép họ khi mua kỳ hạn được bán lại hợp đồng để ăn chênh lệch. Đối với dịch vụ này, vì khách hàng có thể bỏ hợp đồng do thua lỗ nên ngân hàng yêu cầu khách hàng ký quỹ 5-10 % giá trị hợp đồng. Tiếp sau Eximbank, Sacombank cũng triển khai dịch vụ mua bán vàng kỳ hạn từ 1 tuần đến 36 tháng. Gần đây, để đa dạng hình thức dịch vụ, một số ngân hàng thương mại khác cũng tiếp bước, giới thiệu đến khách hàng của mình loại hợp đồng này, chẳng hạn như ACB, VAB...

Với mục tiêu cung cấp cho các doanh nghiệp XNK Đặc Lắc nói riêng và của Việt Nam nói chung những công cụ tài chính hữu hiệu, giúp các doanh nghiệp chủ động bảo vệ mình trước những biến động giá cả hàng hóa trên thị trường quốc tế cũng như tận dụng những cơ hội mới trong quá trình hội nhập, thời gian qua, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) đã triển khai thành công giao dịch tương lai trên thị trường hàng hóa tại Sàn giao dịch của Trung Tâm Giao Dịch Cà Phê Buôn Ma Thuật. Thành công trong việc triển khai dịch vụ này tại BIDV không chỉ mang lại nhiều lợi ích thiết thực cho bản thân ngân hàng và các doanh nghiệp trong nước, mà còn góp phần không nhỏ vào công cuộc phát triển thương mại quốc tế của Việt Nam. Và thành công đó đã được các tổ chức quốc tế ghi nhận thông qua giải thưởng về lĩnh vực “Phát triển thương mại” do Hiệp hội các Định chế Tài chính Phát triển Châu Á Thái Bình Dương (ADFIAP) trao tặng. Đây là công cụ còn khá mới mẻ, tiềm năng ứng dụng còn rất lớn tại thị trường Việt Nam.

3.3.5.3.2. Đánh giá hoạt động của thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

Với tình hình hoạt động của thị trường các chứng khoán phái sinh ở VN thời gian qua có thể tổng kết được những kết quả và hạn chế sau:

Những kết quả bước đầu

- Nhận thức về các công cụ phái sinh và sự vận dụng chúng vào trong hoạt động kinh doanh ngày càng phổ biến và hiệu quả. Bằng việc đưa các công cụ phái sinh hoán đổi (swap), kỳ hạn (forward) và quyền lựa chọn (options) vào giao dịch trên thị trường, bước đầu ngân hàng đã tạo được nhận thức cho khách hàng trong việc vận dụng chúng để phục vụ cho hoạt động kinh doanh hạn chế rủi ro do biến động tỷ giá. Trên cơ sở những thành quả đạt được trên thị trường ngoại hối hoạt động giao dịch phái sinh được triển khai sang lĩnh vực thị trường hàng hóa, cụ thể là sản phẩm cá phê trên thị trường London được ngân hàng kỹ thương áp dụng, Ngân hàng Á châu thực hiện nghiệp vụ quyền lựa chọn mua bán vàng.
- Cung ứng thêm các công cụ tài chính, góp phần làm phong phú và đa dạng sản phẩm dịch vụ của ngân hàng trên thị trường ngoại hối. Một số ngân hàng năng động, giờ đây không chỉ tập trung vào những sản phẩm kinh doanh ngân hàng truyền thống mà còn hướng tới nghiên cứu triển khai các phái sinh hiện đại.

Hạn chế

- Khối lượng giao dịch còn quá nhỏ so với nhu cầu thực tế: Các giao dịch phái sinh được triển khai từ năm 1998 đến nay nhưng khối lượng các giao dịch này ở các ngân hàng thương mại vẫn còn rất ít, vẫn chưa tạo được sự hấp dẫn đối với khách hàng. Điều này, xuất phát từ những nguyên nhân sau: Tỷ giá giữa USD/VND được Ngân hàng Nhà nước can thiệp khá ổn định với mục đích hỗ trợ cho xuất khẩu; nhận thức về các công cụ phái sinh nhưng chưa phổ biến và chưa am hiểu sâu sắc về các công cụ từ khách hàng; tính hiệu quả kém của thị trường, làm cho các giao dịch phái sinh không phát huy hết vai trò là công cụ dựa trên những biến động ngẫu nhiên của thị trường để hạn chế rủi ro và tạo ra lợi nhuận; hệ thống thông tin thị trường chưa kịp thời và đầy đủ...
- Giao dịch phái sinh chưa phát triển đồng đều trên các loại thị trường khác nhau. Điều này một phần xuất phát từ nguyên nhân về khung pháp lý điều chỉnh hoạt động giao dịch chứng khoán phái sinh chưa đầy đủ, quyền lợi và

trách nhiệm của các chủ thể tham gia chưa được đảm bảo, do đó chưa tạo được sự quan tâm của các định chế tài chính cũng như các nhà đầu tư khi tham gia trên thị trường chứng khoán, trong vận dụng các biện pháp để hạn chế rủi ro và đầu tư kiếm lợi.

- Khung pháp lý điều chỉnh các giao dịch phái sinh trên thị trường chưa được hoàn thiện. Các giao dịch phái sinh mà các ngân hàng thương mại kinh doanh trên thị trường ngoại hối, được điều chỉnh bởi các văn bản pháp lý của ngân hàng nhà nước, còn lại trên các thị trường khác vẫn chưa có văn bản pháp lý nào điều chỉnh hoạt động của các giao dịch này.

3.3.5.4. Bài học kinh nghiệm của sự phát triển thị trường chứng khoán Hàn Quốc đối với Việt Nam

Có thể thấy, thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển sơ khai. Việt Nam có thể học được rất nhiều bài học kinh nghiệm từ Hàn Quốc, cả từ những thành công cũng như những hạn chế, để phát triển thị trường chứng khoán phái sinh của mình.

Thứ nhất, chuẩn bị các điều kiện tiền đề một cách kỹ lưỡng là yếu tố quyết định thành công của thị trường chứng khoán phái sinh. Sự phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc đã chứng minh điều này. Những nghiên cứu khả thi toàn diện đã được chính phủ Hàn Quốc lập từ đầu những năm 1990. Kế tiếp đó, Hàn Quốc đã thiết lập các Ủy ban chuẩn bị cho việc thành lập thị trường phái sinh, bắt đầu từ hợp đồng tương lai và quyền chọn đối với chỉ số cổ phiếu. Hàn Quốc cũng đã có những bước chuẩn bị rất kỹ cho sự thành lập Sở giao dịch tương lai. Sự chuẩn bị này là những tiền đề thiết yếu cho sự phát triển chứng khoán phái sinh Hàn Quốc.

Thứ hai, hệ thống luật pháp được xây dựng cụ thể đã tạo điều kiện cho sự phát triển của thị trường. Trước khi sản phẩm phái sinh đầu tiên được chính thức ra đời, Hàn Quốc đã ban hành Luật giao dịch Hợp đồng tương lai năm 1995. Trong quá trình phát triển của thị trường phái sinh, Hàn Quốc luôn tiến hành sửa đổi, bổ sung các điều luật của mình cho phù hợp với sự điều kiện mới. Luật chứng khoán mới của Hàn Quốc đã chính thức có hiệu lực năm 2004, và trong

năm 2007, Hàn Quốc đã ban hành Luật Thị trường vốn và Dịch vụ đầu tư tài chính để phù hợp với những điều kiện mới.

Thứ ba, sự phát triển thị trường chứng khoán phái sinh của Hàn Quốc có định hướng rất rõ ràng. Trong giai đoạn đầu, Hàn Quốc tập trung phát triển các công cụ phái sinh lưu thông trên thị trường tập trung. Khi thị trường này đã có những bước phát triển nhất định, Hàn Quốc tiến thêm một bước nữa khi phát triển thị trường OTC và tiếp đến giới thiệu nhiều công cụ phái sinh chứng khoán hóa trên thị trường OTC để đa dạng hóa các sản phẩm đầu tư. Định hướng này đã chứng tỏ sự đúng đắn khi các thị trường phái sinh Hàn Quốc đều đạt tốc độ tăng trưởng khả quan.

Thứ tư, cơ sở hạ tầng là một trong những điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của thị trường. Hệ thống giao dịch, thanh toán bù trừ cho thị trường tương lai đã được hoàn thành trước khi chính thức ra đời hợp đồng tương lai. Thị trường cũng có sự điều chỉnh tập trung phù hợp. Từ việc các công cụ phái sinh được giao dịch trên hai thị trường KSE và KOFEX, các giao dịch đã được chuyển hết về KOFEX năm 2004 và thống nhất vào Sở giao dịch KRX năm 2005, đưa KRX thành một trong những thị trường phái sinh lớn nhất toàn cầu. Hàn Quốc cũng là quốc gia dẫn đầu thế giới về giao dịch chứng khoán qua mạng. Cơ sở hạ tầng cho giao dịch qua mạng rất phát triển ở Hàn Quốc. Số người sử dụng Internet đã tăng từ 1,7 triệu người năm 1997 lên đến 20,4 triệu người năm 2001. Giao dịch qua mạng ở Hàn Quốc, do vậy, cũng phát triển nhanh chóng từ năm 1999. Doanh số giao dịch online trên tổng giao dịch tăng từ 1,9% năm 1998 lên 46,6% năm 2000 và 52,3% năm 2003. Mặc dù rất phát triển, tuy nhiên, cơ sở hạ tầng của Hàn Quốc cho thị trường OTC vẫn chưa đáp ứng nhu cầu. Tốc độ phát triển nhanh chóng của thị trường OTC đã vượt quá điều kiện cơ sở hạ tầng về giao dịch điện tử và tiêu chuẩn hóa chứng từ. Cơ sở hạ tầng hiện có chưa đủ điều kiện hỗ trợ cho các giao dịch Theo BIS, mức độ sử dụng giao dịch điện tử đối với chứng khoán OTC ngày càng tăng trên thế giới, điều này giúp làm giảm chi phí và rủi ro hoạt động. Tuy nhiên, ở Hàn Quốc sản phẩm giao dịch điện tử cho các sản phẩm OTC vẫn chưa được phát triển. Điều này cũng hạn chế đến sự phát triển của thị trường OTC Hàn Quốc.

Thứ năm, đa dạng hóa các công cụ phái sinh, giới thiệu nhiều công cụ mới để tăng tính thanh khoản và hiệu quả của thị trường, hấp dẫn các nhà đầu tư. Bên cạnh việc phát triển các công cụ chính, Hàn Quốc cũng không ngừng đa dạng hóa các công cụ phái sinh, tuy nhiên, khối lượng giao dịch trên thị trường vẫn còn tập trung vào một số công cụ nhất định. Trên thị trường KRX, khối lượng giao dịch chủ yếu xoay quanh hợp đồng tương lai và quyền chọn KOSPI 200. Những sản phẩm như quyền chọn đối với cổ phiếu đơn lẻ được giao dịch rất ít. Điều này cũng ngăn cản nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường tập trung.

Thứ sáu, Hàn Quốc thực hiện rất tốt công tác giáo dục, truyền bá kiến thức cho các nhà đầu tư. Do vậy, các nhà đầu tư cá nhân chiếm một tỷ trọng rất cao trên thị trường phái sinh. Tham gia vào thị trường tài chính đã trở thành một phần trong văn hóa hiện đại Hàn Quốc. Việc phổ biến kiến thức về chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai rất phổ biến ở Hàn Quốc, các chương trình phát thanh và truyền hình Hàn Quốc, dù ngày hay đêm, luôn có các chương trình giáo dục kiến thức về các kỹ năng phân tích và chiến lược đầu tư chứng khoán và công cụ phái sinh. Vì lẽ đó, các nhà đầu tư cá nhân Hàn Quốc được trang bị đầy đủ kiến thức để tham gia thị trường; đầu tư trên thị trường tài chính, do đó, đã trở thành một phần của cuộc sống hàng ngày của mỗi người dân.

Tuy đã thực hiện tương đối tốt công tác truyền bá kiến thức nhưng tính phức tạp của thị trường phái sinh OTC cũng đẩy lên vấn đề cần phải bảo vệ hơn nữa các nhà đầu tư cá nhân. Các sản phẩm chứng khoán hóa đã trở nên rất phổ biến với các nhà đầu tư, hầu hết là những nhà đầu tư cá nhân thiếu thông tin, muốn tìm kiếm lợi nhuận cao. Tuy nhiên, những sản phẩm này lại quá phức tạp và khó có thể định giá được do tính thanh khoản của thị trường còn kém, điều này khiến các nhà đầu tư cá nhân gặp nhiều khó khăn trong việc đưa ra các quyết định đầu tư. Bên cạnh đó, mặc dù những sản phẩm mới này có thể trả lợi tức cao hơn so với trái phiếu thông thường song các nhà đầu tư có thể gặp nhiều rủi ro hơn. Vì những sản phẩm chứng khoán hóa có tính thanh khoản thấp, các nhà đầu tư cũng sẽ gặp khó khăn khi bán các sản phẩm này. Vì vậy, trong các bản tin hàng tuần của Ủy ban Giám sát Tài chính Hàn Quốc (Financial Supervisory Service - FSF) luôn có báo cáo thực hiện cũng như yêu cầu về việc giáo dục kiến

thức cho công chúng đầu tư đối với các sản phẩm mới để bảo vệ các nhà đầu tư nhỏ.

Thứ bảy, khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài cũng là một trong những nhân tố giải thích sự thành công của chứng khoán phái sinh Hàn Quốc.

Thứ tám, cần mở rộng đối tượng tham gia thị trường chứng khoán phái sinh. Mặc dù các đối tượng tham gia vào thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc rất đa dạng nhưng ở một số phân đoạn thị trường vẫn còn giới hạn đối với một số các nhà đầu tư. Điều này cũng cản trở sự phát triển thị trường. Ở Hàn Quốc, chứng khoán phái sinh còn bị cho là quá rủi ro đối với các công ty bảo hiểm, các quỹ lương hưu, các quỹ đầu tư và các quỹ đầu tư mạo hiểm. Vì vậy, những tổ chức này không được phép giao dịch chứng khoán phái sinh, trừ một số mục đích đặc biệt. Tuy nhiên, vì các công cụ phái sinh có thể được sử dụng để quản trị rủi ro cho các chủ thể tham gia thị trường, các đối tượng được phép giao dịch chứng khoán phái sinh cần được mở rộng. Do các quỹ đầu tư đóng vai trò quan trọng trong việc tạo tính lỏng cho thị trường phái sinh, việc cho phép các quỹ này tham gia thị trường sẽ làm cho thị trường phái sinh Hàn Quốc hoạt động hiệu quả hơn.

Kết luận

Thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc, dù mới ra đời được hơn 10 năm, nhưng đã nổi lên trở thành một điểm sáng trên thị trường phái sinh toàn cầu. Kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc là những bài học quý giá cho Việt Nam. Để thực sự có thị trường phái sinh đúng nghĩa, Việt Nam cần có một sự chuẩn bị kỹ càng, cả về hệ thống pháp lý, cơ sở hạ tầng... và một định hướng phát triển rõ ràng. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng cần phải thực hiện công tác giáo dục, truyền bá kiến thức đến các nhà đầu tư để nâng cao nhận thức của các nhà đầu tư cũng như bảo vệ họ khi đầu tư vào những công cụ mới phức tạp.

3.3.6. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán bất động sản ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Mặc dù nền kinh tế Hàn Quốc đã có tốc độ phát triển thần kỳ từ thập niên 60 của thế kỷ trước cho đến giữa những năm 1990, nhưng thị trường cho vay bất động sản (mortgage market) của Hàn Quốc lại không có được sự phát triển khả quan như vậy. Trước khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997-1998, thị trường cho vay bất động sản của Hàn Quốc tương đối kém phát triển. Hoạt động cho vay bất động sản chủ yếu do hai cơ quan Nhà nước thực hiện là Ngân hàng Nhà Hàn Quốc (Korea Housing Bank - KHB) và Quỹ Phát triển Nhà quốc gia (National Housing Fund - NHF). Các tổ chức nhận tiền gửi không thể tham gia vào thị trường này do những quy định pháp lý của Hàn Quốc buộc lãi suất đối với những khoản cho vay này phải thấp hơn lãi suất thị trường ngắn hạn. Điều này khiến cho khách hàng muốn đi vay phải chờ rất lâu để có thể vay được một khoản vay với tỷ lệ rất thấp so với giá trị ngôi nhà của họ. Đây cũng là lý do tại sao tỷ lệ cho vay bất động sản chỉ chiếm một phần rất nhỏ trên tổng GDP Hàn Quốc vào đầu những năm 1990.

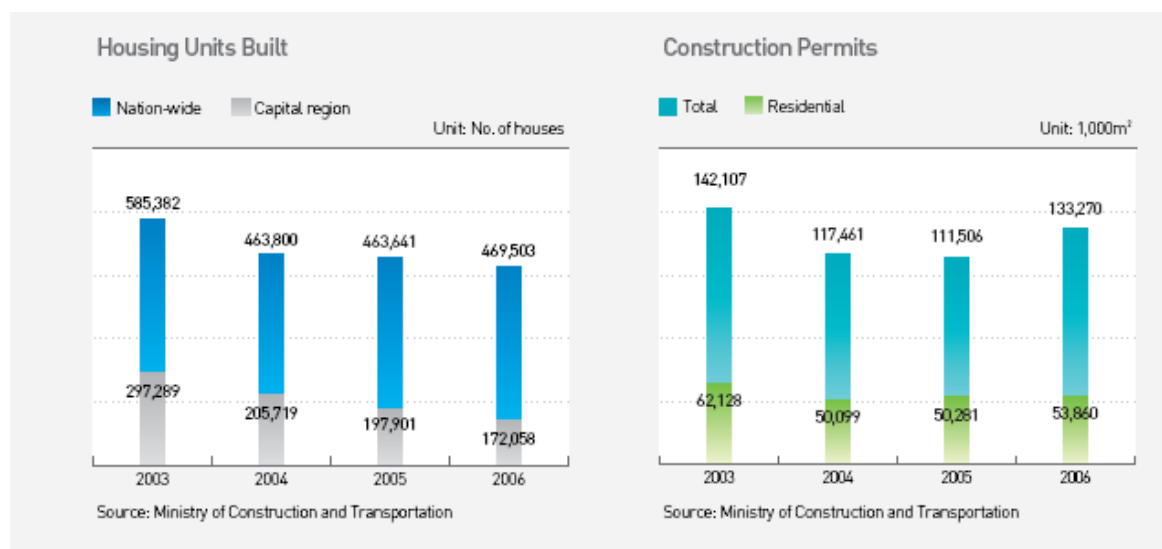
Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997-1998 đã buộc chính phủ Hàn Quốc phải tiến hành hàng loạt những cải cách, trong đó có những thay đổi liên quan đến việc phát triển thị trường cho vay bất động sản theo hướng thị trường hơn. Ngân hàng lớn nhất và quan trọng nhất trên thị trường cho vay bất động sản - Ngân hàng Nhà Hàn Quốc được tư nhân hóa năm 1997. Lãi suất được tự do hóa. Các Bộ luật mới liên quan đến chứng khoán hóa tài sản và chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản đã liên tục được ban hành, tạo điều kiện cho việc thành lập các công ty chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản được Nhà nước hỗ trợ. Những thay đổi này đã khiến thị trường cho vay bất động sản của Hàn Quốc trở nên cạnh tranh và hoạt động tích cực hơn. Chỉ trong khoảng 10 năm với hàng loạt những cải cách, thị trường chứng khoán bất động sản Hàn Quốc đã phát triển vượt bậc. Các khoản cho vay bất động sản của Hàn Quốc năm 2007 đã đạt 288.5 nghìn tỷ KRW, gấp 5,45 lần so với con số 53 nghìn tỷ KRW của năm 1997, đạt tốc độ tăng bình quân hơn 40%. Thị trường thứ cấp

cho những khoản cho vay bất động sản cũng có tốc độ tăng trưởng khả quan; hoạt động chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản phát triển mạnh mẽ.

Hoạt động cho vay tiêu dùng, trong đó có cho vay bất động sản ở Việt Nam vẫn trong giai đoạn sơ khai. Kinh nghiệm phát triển thị trường cho vay bất động sản của Hàn Quốc sẽ là bài học quý giá cho Việt Nam để phát triển thị trường này. Bài viết này sẽ tập trung nghiên cứu sự phát triển của thị trường cho vay bất động sản của Hàn Quốc từ năm 1997 đến nay, trong đó đặc biệt chú trọng đến những cải cách của chính phủ Hàn Quốc cũng như những nỗ lực trong việc phát triển thị trường chứng khoán bất động sản (mortgage-backed securities - MBS).

3.3.6.1. Thị trường bất động sản Hàn Quốc

Hình 3.14. Số nhà xây mới và diện tích được cấp phép xây dựng ở Hàn Quốc từ năm 2003-2006



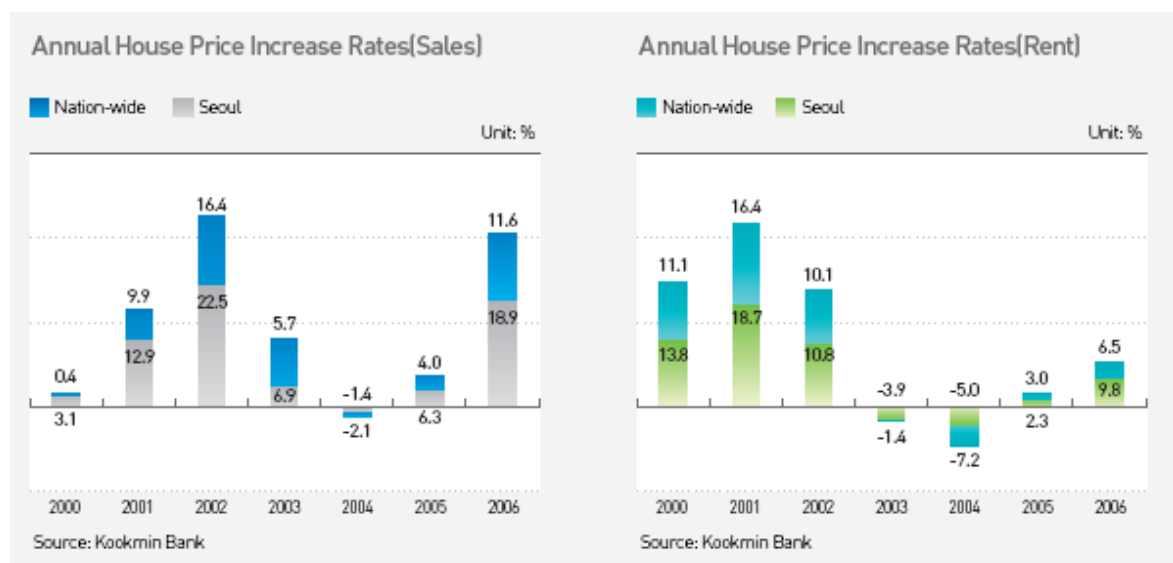
Nguồn: Bộ Xây dựng và Giao thông Hàn Quốc

Cung bất động sản ở Hàn Quốc bị thiếu hụt nghiêm trọng vào những năm 1970. Để đáp ứng nhu cầu ngày một tăng về nhà cửa, chính phủ đã không ngừng tăng nguồn cung nhà. Trung bình có khoảng 621.000 ngôi nhà mới được xây hàng năm từ năm 1992 đến 1996. Con số này giảm xuống 306.000 vào năm 1998 do ảnh hưởng của khủng hoảng châu Á nhưng tăng lại vào năm 1999 và đạt con

số 585.382 ngôi nhà vào năm 2003. Số nhà xây mới khá ổn định trong những năm gần đây, trung bình khoảng 465.000 nhà/năm (hình 3.14)

Dù lượng nhà xây mới tăng khá nhanh nhưng vẫn không đáp ứng được nhu cầu. Giá nhà tăng đều vào đầu những năm 1990 và đạt đỉnh vào cuối năm 1997 trước khi giảm mạnh vào năm 1998. Giá nhà phục hồi phần nào vào năm 1999 và đến cuối năm 2000, giá căn hộ ở Seoul đã đạt mức trước khủng hoảng 1997. Từ năm 2000 đến 2002, giá nhà tăng rất nhanh (hình 3.15). Giá nhà Hàn Quốc giảm nhiệt vào trong 2 năm tiếp theo nhưng lại nhanh chóng chuyển hướng và đạt tốc độ tăng 11.6% năm 2006 bất chấp những quy định chặt chẽ về bất động sản được đưa ra vào tháng 8/2005 và hạn chế các khoản vay sử dụng nhà làm vật thế chấp.

Hình 3.15. Tốc độ tăng giá bán nhà và giá cho thuê nhà ở Hàn Quốc 2000 - 2006



Nguồn: Kookmin Bank

Có thể thấy, nguồn cung nhà ở Hàn Quốc nhìn chung không đáp ứng đủ nhu cầu, đặc biệt ở những thành phố lớn như Seoul nơi số nhà xây mới hàng năm liên tục giảm. Điều này khiến cho giá nhà tăng dù chính phủ đã áp dụng khá nhiều biện pháp để bình ổn giá nhà.

3.3.6.2. Những thay đổi trong chính sách của Chính phủ liên quan đến thị trường cho vay bất động sản sau năm 1997 và ảnh hưởng của chúng

Sau năm 1997, dưới sức ép của Quỹ tiền tệ Thế giới, Hàn Quốc đã phải thực hiện tự do hóa lãi suất. Liên quan đến thị trường tài trợ bất động sản, chính phủ cũng đã có nhiều động thái tích cực theo hướng thị trường. Có thể kể đến một số thay đổi đáng kể như:

Năm 1997, chính phủ Hàn Quốc đã tiến hành tư nhân hóa Ngân hàng Nhà Hàn Quốc (KHB). KHB được chính phủ thành lập năm 1967 để cho vay mua nhà. Đến năm 1995, ngân hàng này chiếm đến 75% thị phần các khoản cho vay mua nhà mới. Trong nỗ lực của chính phủ để xây dựng một khu vực tài chính hiệu quả hơn, KHB đã được tư nhân hóa và đổi tên thành H&CB (Housing & Commercial Bank). Đến tháng 11/2001, H&CB đã sát nhập với Kookmin Bank (ngân hàng bán lẻ lớn thứ hai Hàn Quốc lúc đó) thành ngân hàng Kookmin Bank. Việc tư nhân hóa ngân hàng cho vay bất động sản lớn nhất Hàn Quốc đã mở đầu cho sự tham gia của các ngân hàng thương mại vào lĩnh vực cho vay bất động sản.

Đến năm 1998, chính phủ ban hành luật Chứng khoán hóa tài sản (Asset Backed Securities - ABS) và luật Chứng khoán hóa khoản cho vay bất động sản (Mortgage Backed Securities - MBS). Luật ABS được ban hành để thúc đẩy quá trình tái cơ cấu các doanh nghiệp và công ty tài chính. Theo luật này, một công ty dự án - SPV (Special Purpose Vehicle) phát hành một chứng khoán dựa trên tài sản (ABS) được chuyển nhượng từ người phát hành tài sản. Vì luật cho phép tất cả các tài sản có thể chứng khoán hóa, các khoản cho vay bất động sản cũng có thể được chứng khoán hóa theo Luật ABS. Nếu như luật ABS được thiết kế cho tất cả các chứng khoán dựa trên tài sản thì luật MBS được soạn thảo đặc biệt cho các chứng khoán bất động sản. Hai luật này ra đời đã cho phép thực hiện chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản lần đầu tiên ở Hàn Quốc.

Sang năm 1999, tin rằng các khoản cho vay bất động sản, cơ bản là những khoản cho vay dài hạn ổn định, có thể được chứng khoán hóa bởi một tổ chức hoạt động lâu dài và ổn định như Fannie Mae hay Freddie Mac, hơn là một công

ty dự án SPV có tuổi thọ ngắn, chính phủ đã ban hành Luật Công ty chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản (Mortgage-Backed Securitization Company Act - MBS Company Act, gọi tắt là Luật công ty MBS). Theo luật này, công ty MBS sẽ phát hành một MBS dựa trên một khoản cho vay bất động sản chuyển giao từ một tổ chức tài chính. Luật này ra đời tạo điều kiện cho việc thành lập Công ty Chứng khoán Bất động sản Hàn Quốc (Korea Mortgage Corporation - KoMoCo), mở đường cho việc hình thành thị trường thứ cấp cho các khoản cho vay bất động sản - thị trường chứng khoán bất động sản (Mortgage Backed Securities Market). Vai trò của KoMoCo về cơ bản cũng giống như các tổ chức như Fannie Mae hay Freddie Mac của Mỹ. Chính phủ cũng đóng góp lớn vào việc phát triển thị trường MBS thông qua việc chứng khoán hóa các khoản cho vay từ Quỹ Phát triển nhà quốc gia (National Housing Fund), dỡ bỏ các hạn chế về mặt luật pháp liên quan đến việc chuyển giao các khoản cho vay...

Ngoài ra, chính phủ cũng có những chương trình ưu đãi thuế liên quan đến MBS. Ví dụ Bộ Tài chính và Kinh tế Hàn Quốc có chương trình cắt giảm thuế suất đối với các nhà đầu tư MBS nhỏ để thu hút các nhà đầu tư, cá nhân cũng như tổ chức, tham gia vào thị trường MBS.

Đến tháng 12 năm 2003, để giải quyết những hạn chế trong luật Công ty MBS và thúc đẩy sự phát triển của thị trường MBS, chính phủ Hàn Quốc đã thông qua Luật Công ty tài trợ mua nhà (Korea Housing Finance Corporation Law - Luật Công ty KHFC), theo đó tăng cường năng lực huy động vốn của các tổ chức phát hành MBS và đơn giản hóa quy trình phát hành. Tháng 3/2004, Công ty Tài trợ mua nhà Hàn Quốc (KHFC) được thành lập, thay thế KoMoCo. KoMoCo chính thức giải thể. Sự ra đời của KHFC đã đưa thị trường chứng khoán bất động sản của Hàn Quốc phát triển lên một mức độ mới.

Như vậy, kể từ năm 2003 có 4 luật quản lý hoạt động chứng khoán hóa ở Hàn Quốc: Luật ABS, Luật MBS, Luật Công ty MBS và Luật Công ty KHFC. Theo Luật ABS, bất kỳ tài sản nào, bao gồm cả bất động sản, có thể tạo ra dòng

tiền đều có thể được chứng khoán hóa, trong khi các luật còn lại chỉ cho phép chứng khoán hóa các khoản cho vay mua nhà để ở.

Tác động của các chính sách của chính phủ

Các chính sách của chính phủ Hàn Quốc đã có tác động tích cực đến thị trường cho vay mua nhà của Hàn Quốc.

Trước đây, thị trường cho vay bất động sản chủ yếu chịu sự chi phối của khu vực công (quỹ NHF và Ngân hàng Nhà Hàn Quốc). Các khoản cho vay chủ yếu được thực hiện với những người có thu nhập vừa và thấp với giá trị khoản vay bằng khoảng 40% giá trị ngôi nhà. Các ngân hàng thương mại chỉ cung cấp các khoản cho vay bất động sản cho các khách hàng tốt nhất như một khoản ưu đãi đặc biệt. Đến cuối năm 1999, khoản cho vay bất động sản của hầu hết các ngân hàng thương mại Hàn Quốc chỉ chiếm chưa đến 1% tổng số các khoản cho vay. Tình hình bắt đầu thay đổi khi đến đầu những năm 2000, các ngân hàng thương mại Hàn Quốc, vốn trước đó chủ yếu cho vay đối với các doanh nghiệp lớn, đã bắt đầu chuyển sang cho vay các khách hàng cá nhân. Điều này một phần do tỷ lệ tiết kiệm trong dân chúng của Hàn Quốc rất cao (chiếm 32,7% GDP năm 2001) và các ngân hàng thương mại có lượng tiền mặt dư thừa lớn do cho vay đối với doanh nghiệp giảm mạnh. Với việc lãi suất được tự do hóa, các ngân hàng thương mại bắt đầu một cuộc cạnh tranh hết sức gay gắt để cung cấp tín dụng cho khách hàng cá nhân.

Một số ngân hàng thương mại và một số tổ chức cho vay tư nhân đã giới thiệu một số sản phẩm cho vay thế chấp mới với số tiền cho vay lên đến 100% giá trị ngôi nhà. Việc tăng tỷ lệ cho vay so với tổng giá trị ngôi nhà đóng vai trò hết sức quan trọng trong việc mở rộng thị trường cho vay thế chấp bất động sản ở bất kỳ quốc gia nào. Điều này càng có vai trò quan trọng đối với thị trường Hàn Quốc do bản chất của thị trường thuê nhà ở đây. *Chonsei* là hình thức thuê nhà phổ biến ở Hàn Quốc. Các hợp đồng *Chonsei* thường yêu cầu phải đặt cọc một khoản tiền cho chủ nhà, thường 40 đến 80% giá trị ngôi nhà và không phải trả tiền thuê hàng tháng. Khi hợp đồng hết hạn, chủ nhà sẽ trả lại khoản tiền đặt

cọc này. Chủ nhà sẽ sử dụng số tiền đặt cọc để đầu tư sinh lời thay vì nhận tiền thuê hàng tháng. Như đã đề cập trong phần 1, cung nhà tăng chậm so với nhu cầu làm giá nhà tăng cao. Do vậy, người đi thuê có nhiều động lực sử dụng số tiền đặt cọc làm khoản tiền thanh toán ban đầu và mua ngôi nhà thay vì đi thuê theo kiểu *Chonse*. Điều này cộng với việc tăng tỷ lệ cho vay so với tổng giá trị ngôi nhà khiến thị trường cho vay bất động sản ở Hàn Quốc phát triển mạnh.

Bên cạnh các ngân hàng thương mại, nhiều tổ chức tài chính phi ngân hàng cũng được thành lập để cho vay mua nhà. Các tổ chức tài chính cho vay thế chấp này đóng vai trò rất quan trọng trong thị trường này. Với việc thành lập các công ty như KoMoCo hay KHFC và thông qua Luật ABS và MBS, các tổ chức không nhận tiền gửi này bắt đầu đóng vai trò tích cực trên thị trường. Do tập trung vào các khoản vay thế chấp, họ có thể phản ứng nhanh nhạy với điều kiện thị trường thay đổi, cũng như áp dụng các công nghệ mới và xử lý các khoản cho vay với tốc độ nhanh hơn các ngân hàng thương mại.

Thị trường các khoản cho vay thế chấp Hàn Quốc, do đó đã có những bước phát triển mới. Các khoản cho vay trả góp mua nhà mới không ngừng tăng lên cả về số lượng lẫn giá trị. Thị trường chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp cũng hoạt động tích cực hơn và trở thành một trong những thị trường chứng khoán hóa phát triển nhất khu vực. Phần 3 sẽ giới thiệu chi tiết hơn về sự phát triển của thị trường này.

3.3.6.3. Thị trường các khoản cho vay bất động sản (Mortgage market)

Thị trường sơ cấp các khoản cho vay bất động sản

Sang những năm đầu của thế kỷ 21, thị trường cho vay bất động sản của Hàn Quốc đã có những bước chuyển biến mạnh mẽ. Từ năm 2001 đến năm 2004, khối lượng cho vay bất động sản của các ngân hàng thương mại đã tăng gấp đôi. Đến tháng 2/2008, tổng các khoản cho vay bất động sản của các ngân hàng đã đạt 223.3 nghìn tỷ KRW (bảng 3.37) so với mức 131.3 nghìn KRW cuối năm 2002³⁷. Tỷ trọng các khoản cho vay bất động sản trong tổng số các khoản cho

³⁷ Financial Supervisory Service, Weekly Newsletter Volume IV No. 39 (21.11.2003)

vay của các ngân hàng chiếm khoảng 28% năm 2007 (221.6 nghìn tỷ KRW so với 792 nghìn tỷ KRW). Như vậy có thể thấy, khu vực tư nhân đã chiếm vị trí chủ đạo trong thị trường này. Nếu như năm 1996, quỹ NHF chiếm đến 50% thị phần cho vay thì năm 2007, con số này giảm xuống chỉ còn 5,4%.

Bảng 3.36. Các khoản vay thế chấp mua nhà của ngân hàng và các tổ chức tài chính khác

Đơn vị: nghìn tỷ KRW

	2006	2007	1/2008	2/2008
Ngân hàng	217.0	221.6	222.5	223.3
Tổ chức tài chính khác*	58.2	66.8	67.5	68.1
Tổng	275.2	288.5	289.5	291.4

* Công ty bảo hiểm, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, quỹ tín dụng, hợp tác xã và các tổ chức cho vay khác

Nguồn: Financial Supervisory Service, Weekly Newsletter Vol. IX, No.7, 17.03. 2008³⁸

Với sự gia tăng cạnh tranh trong lĩnh vực cho vay tiêu dùng, các sản phẩm cho vay mua nhà cũng trở nên phong phú và đa dạng hơn; nhiều sản phẩm cho vay thế chấp bất động sản mới đã được phát triển và đưa ra thị trường. Trước đây, trên thị trường có rất ít các khoản vay lãi suất cố định dài hạn, hoặc nếu có thì thường với mức lãi suất rất cao. Cho đến năm 2003, hầu hết các khoản vay thế chấp là những khoản vay có kỳ hạn dưới 5 năm (hầu hết là các sản phẩm cho vay ngắn hạn, lãi suất thả nổi), chỉ có 13,1% các khoản cho vay có kỳ hạn trên 5 năm. Các ngân hàng huy động vốn ngắn hạn để tài trợ cho các khoản cho vay trả góp mua nhà chưa thể quản trị được các rủi ro gắn liền với các khoản cho vay dài hạn lãi suất cố định dù đây là điều mà người đi vay mong muốn. Theo một điều tra của Kookmin Bank năm 2004, kỳ hạn trung bình mà người đi vay muốn vay là 10.37 năm, trong đó 67.9% số người được hỏi thích lãi suất cố định.

³⁸ Financial Supervisory Service, Weekly Newsletter Vol. IX, No.3 (21.01. 2008)

Để đáp ứng nhu cầu của khách hàng tốt hơn, các ngân hàng đã cung cấp ra thị trường nhiều sản phẩm cho vay dài hạn với lãi suất cố định. Đến cuối năm 2007, kỳ hạn bình quân của các khoản cho vay mua nhà là 12.7 năm (cao hơn mức mong muốn của khách hàng năm 2004). Tỷ lệ các khoản cho vay kỳ hạn trên 10 năm đã tăng từ 20.7% năm 2004 đến 58% năm 2007. Có đến 71,3% các khoản cho vay năm 2007 có kỳ hạn trên 10 năm.

Bảng 3.37. Kỳ hạn của các khoản cho vay trả góp mua nhà của các ngân hàng (%)

	< 1 năm	1-3 năm	2-5 năm	5-10 năm	> 10 năm	Tổng các khoản vay (nghìn tỷ KRW)
2004	12,2	47,9	15,7	3,5	20,7	169,8
2005	15,4	28,5	16,7	5,1	34,4	190,2
2006	11,1	18,9	12,6	6,4	51,0	217,0
2007	8,6	16,1	10,2	7,2	58,0	221,6

Nguồn: Financial Supervisory Service, Weekly Newsletter Vol. IX, No.7, 17.03. 2008

Bảng 3.38. Lãi suất của các khoản cho vay trả góp mua nhà của các ngân hàng

Đơn vị: nghìn tỷ KRW

	9/2006	2006	6/2007	2007
Lãi suất thả nổi	201,5	205,8	203,4	203,2
Lãi suất kết hợp/cố định	5,5	11,2	14,4	18,4
Kết hợp	3,2	8,7	11,1	13,5
Cố định	2,3	2,6	3,3	4,9
Tổng	206,9	217,0	217,8	221,6

Nguồn: Financial Supervisory Service, Weekly Newsletter Vol. IX, No.7, 17.03. 2008

Tuy nhiên, những khoản vay dài hạn vẫn chủ yếu áp dụng lãi suất thả nổi. Bảng 3.38 cho thấy, đến 92% các khoản cho vay năm 2007 sử dụng lãi suất thả nổi.

Thị trường chứng khoán bất động sản - Thị trường thứ cấp cho các khoản cho vay bất động sản

Thị trường thứ cấp cho các khoản cho vay bất động sản khởi động ngay sau khi Luật ABS được ban hành. Giao dịch thành công đầu tiên được Ngân hàng Korea Exim Bank thực hiện năm 1998. Korea Exim Bank là ngân hàng chuyên tài trợ cho hoạt động ở nước ngoài của các công ty Hàn Quốc. Ngân hàng này đã chứng khoán hóa 265 triệu USD kỳ phiếu của các khách hàng của mình. Các kỳ phiếu trong giao dịch này được xếp hạng AAA và tài trợ với lãi suất bằng lãi suất LIBOR + 1,5%. Một giao dịch khác cũng đã được thực hiện thành công vào tháng 2/1999 khi Ngân hàng Công nghiệp Hàn Quốc chứng khoán hóa khoản cho vay quốc tế trị giá 106 triệu USD. Giao dịch này được FSA, một công ty bảo hiểm bảo lãnh.

Một trong những thay đổi quan trọng nhất đối với sự phát triển của thị trường cho vay bất động sản ở Hàn Quốc là việc thành lập công ty cho vay bất động sản thứ cấp. Học hỏi kinh nghiệm của Mỹ, thị trường chứng khoán bất động sản lớn nhất thế giới, chính phủ Hàn Quốc đã thành lập công ty KoMoCo vào năm 1999. Là công ty MBS đầu tiên và duy nhất của Hàn Quốc lúc bấy giờ, KoMoCo được thành lập với số vốn đầu tư 100.1 tỷ won do chính phủ (đại diện là Bộ Xây dựng và Giao thông) và bốn tổ chức tài chính là Kookmin Bank, H&CB, Korea Exchange Bank và công ty bảo hiểm nhân thọ Samsung đóng góp. Đến năm 2000, KoMoCo có hai cổ đông mới là International Finance Corporation (IFC) và Merrill Lynch. Bên cạnh việc góp vốn, những cổ đông nước ngoài này còn mang đến sự hỗ trợ kỹ thuật cho KoMoCo từ công ty tư vấn Countrywide International Consulting Services (CICS), một công ty con của tập đoàn Countrywide Credit Industries, và Fannie Mae liên quan đến hoạt động kinh doanh và phát triển công nghệ. Nhiệm vụ của KoMoCo là chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản của Quỹ NHF cũng như của các ngân hàng thương mại và các công ty tài chính khác. KoMoCo đã thiết lập cơ sở hoạt động và hệ thống thông tin để mua lại và chứng khoán hóa các khoản cho vay. Với sự trợ giúp của CICS, KoMoCo đã phát triển các tiêu chuẩn về bán hàng và cung cấp dịch vụ cũng như những kế hoạch quản trị marketing, quản trị rủi ro và quản

trị tài chính. KoMoCo cũng nhận được sự hỗ trợ của Fannie Mae trong việc phát triển hệ thống công nghệ thông tin.

Tuy nhiên kể từ khi ra đời cho đến năm 2003, KoMoCo chỉ tiến hành được chín giao dịch MBS với tổng giá trị phát hành vào khoảng 2.877 tỷ KRW, trong đó 7 giao dịch đã được thực hiện trong 2 năm đầu tiên. Những đợt phát hành này dựa trên những khoản cho vay bất động sản chuyển giao từ quỹ NHF; những MBS này định giá bằng đồng KRW, dựa trên những khoản cho vay bằng đồng KRW và được thế chấp bởi bất động sản ở Hàn Quốc.

Có nhiều nguyên nhân giải thích cho sự chưa thành công như mong muốn của KoMoCo, trong đó có những đặc điểm riêng của thị trường nhà Hàn Quốc như người mua nhà thường thích bán lại nhà ăn chênh lệch giá, khó khăn của các tổ chức tài chính trong việc tìm kiếm các khoản huy động vốn dài hạn và thiếu một chỉ số lãi suất dài hạn; và đặc biệt là khả năng huy động vốn hạn chế của KoMoCo (You, 2005).

Để giải quyết những hạn chế này và thúc đẩy thị trường MBS, vào tháng 12/2003, chính phủ Hàn Quốc đã thông qua Luật KHFC. Tháng 3/2004, Công ty KHFC được thành lập. KHFC là một công ty nhà nước, được chính phủ và Ngân hàng TW Hàn Quốc hỗ trợ vốn. Hoạt động chứng khoán hóa của KHFC được chuyển giao từ KoMoCo và chính thức đi vào hoạt động từ 17/03/2004. Trách nhiệm chính của KHFC bao gồm cung cấp các khoản cho vay mua nhà dài hạn và lãi suất cố định (*bogeumjari-loan* - đây là khoản cho vay đầu tiên kiểu này ở Hàn Quốc) thông qua quan hệ hợp tác với các tổ chức tài chính; phát hành các chứng khoán dựa trên các khoản cho vay mua nhà và các khoản cho vay sinh viên mua lại các tổ chức tài chính; mua và nắm giữ các khoản cho vay *bogeumjari-loan*; phát hành các bảo lãnh thanh toán cho các MBS và SLBS (Student-Loan Backed Securities - chứng khoán dựa trên các khoản cho vay sinh viên) do KHFC phát hành, cung cấp tín dụng cho các tổ chức tài chính mua *bogeumjari-loan*; và quản trị các tài sản có và nợ đã chứng khoán hóa. Như vậy có thể thấy, KHFC đóng vai trò hết sức quan trọng đối với cả thị trường sơ cấp

lần thị trường thứ cấp của các khoản cho vay mua nhà. Tính đến tháng 5/2008, KHFC đã phát hành 33 đợt MBS với tổng giá trị lên đến 13,2 nghìn tỷ KRW.

Bên cạnh KHFC, các ngân hàng và tổ chức tài chính cũng tham gia vào thị trường phát hành MBS. Công ty Bảo hiểm nhân thọ Samsung đã phát hành lô MBS đầu tiên trị giá 411 tỷ KRW vào tháng 12/2004. Tiếp theo đó, vào năm 2004 Ngân hàng Korea First Bank là ngân hàng đầu tiên tham gia vào thị trường này. Trong năm 2004, Korea First Bank đã hợp tác với Ambac Assurance phát hành thành công 3 đợt MBS với tổng giá trị 2,031 tỷ KRW ra thị trường quốc tế. Hay như vào tháng 6/2008, ngân hàng cho vay bất động sản lớn nhất Hàn Quốc Kookmin Bank cũng đã lần đầu tiên phát hành lô MBS lãi suất thả nổi, kỳ hạn 30 năm với tổng trị giá 400 triệu Euro cho một tổ chức châu Âu. Những đợt MBS của các ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính thường dựa trên những khoản cho vay thế chấp chất lượng cao. Tuy nhiên, nhìn chung các ngân hàng thương mại vẫn có xu hướng giữ các khoản cho vay bất động sản trong danh mục tài sản của họ hơn là bán chúng ra thị trường thứ cấp, điều này khiến cho các giao dịch phát hành MBS của các ngân hàng thương mại Hàn Quốc còn thấp.

Nhìn chung có thể thấy 10 năm sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á, thị trường chứng khoán bất động sản của Hàn Quốc đã có những bước phát triển đáng kể. Dù còn một số hạn chế nhưng thị trường MBS Hàn Quốc đã vươn lên thành thị trường lớn thứ 2 trong khu vực, sau thị trường Nhật Bản. Sự phát triển thị trường MBS Hàn Quốc có sự đóng góp lớn của công ty KHFC, một công ty của Nhà nước hoạt động trong lĩnh vực cho vay thế chấp và chứng khoán hóa các khoản cho vay.

Vai trò của công ty KHFC đối với sự phát triển thị trường cho vay bất động sản Hàn Quốc

KHFC đóng vai trò hết sức quan trọng đối với cả thị trường sơ cấp lẫn thị trường thứ cấp cho vay bất động sản.

Trên thị trường sơ cấp, KHFC tạo nền móng cho việc phát triển các khoản cho vay mua nhà dài hạn và lãi suất cố định (*bogeumjari-loan*). Thông qua 24 tổ

chức tài chính có thỏa thuận hợp tác³⁹, tính đến tháng 5/2008, KHFC đã phát hành 14,94 nghìn tỷ KRW *bogeumjari-loan*, trong đó chỉ riêng 5 tháng đầu năm 2008 là 2.4 nghìn tỷ KRW, thay vì chỉ đơn thuần mua lại những khoản cho vay của các tổ chức tài chính. Cũng tính đến tháng 5/2008, KHFC đã giải ngân được tổng số 14 nghìn tỷ KRW *bogeumjari-loan* cho 180.108 gia đình và giúp cho hàng nghìn người có thu nhập vừa và thấp có thể sở hữu được nhà.

Bảng 3.39 cho thấy, dù KHFC có 24 tổ chức tài chính đối tác nhưng 6 đối tác lớn nhất chiếm đến 80% các khoản cho vay (cả về số lượng lẫn giá trị).

Bảng 3.39. Các *bogeumjari-loan* được KHFC phát hành với các tổ chức tài chính tính đến tháng 5/2008

Đơn vị: Giá trị: tỷ KRW; Số lượng: khoản vay

	Hana Bank	Korea Exchange Bank	Kookmin Bank	Woori Bank	SC First Bank	Samsung Life Insurance	Khác	Tổng
Giá trị (%) [*]	5,337 (35.73%)	1,612 (10.79%)	1,709 (11.44%)	1,232 (8.25%)	1,211 (8.11%)	977 (6.54%)	2,860 (19.15%)	14,938 (100%)
Số lượng (%)	65,745 (34.49%)	21,162 (11.10%)	21,673 (11.37%)	15,694 (8.23%)	14,357 (7.53%)	12,583 (6.60%)	39,404 (20.67%)	190,618 (100%)

^{*}Số trong ngoặc chỉ % trên tổng số.

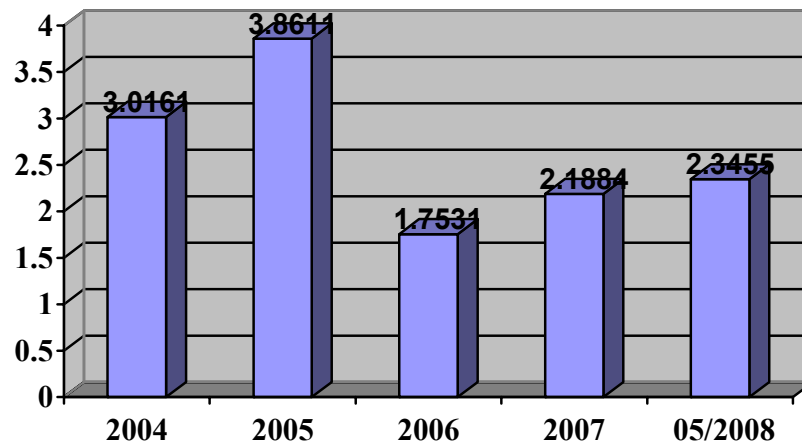
Nguồn: Korea Housing Finance Corporation, Housing Finance Monthly, June 2008

Không chỉ là người đầu tiên cung cấp các khoản vay *bogeumjari-loan*, KHFC còn thiết lập được một bộ hướng dẫn tiêu chuẩn về cho vay và yêu cầu một số tổ chức tài chính đánh giá những tham số trong bộ tiêu chuẩn này, trong đó có những tham số chưa từng được sử dụng trước đó. Ví dụ, KHFC xem thu nhập của người đi vay là một yếu tố quan trọng vì KHFC áp dụng tỷ số Nợ/Thu nhập tối đa. Trước khi KHFC ra đời, hầu hết các tổ chức cho vay không đánh giá thu nhập của người đi vay do các khoản vay mua nhà đã được thế chấp bằng chính ngôi nhà. Với một vật thế chấp như chính ngôi nhà, các tổ chức cho vay

³⁹ trong đó có 15 ngân hàng, 5 công ty bảo hiểm, 2 công ty tài chính và 2 liên minh hợp tác xã (Liên minh HTX Nông nghiệp quốc gia và Liên minh HTX Thủy sản)

không cần phải áp dụng các tiêu chuẩn bảo lãnh chặt chẽ vì họ có thể thu được thêm thu nhập nhờ việc tính phí không trả được nợ hoặc trả chậm. Ngoài ra, sau khi làm việc với KHFC, nhiều tổ chức tài chính mới bắt đầu cung cấp các sản phẩm cho vay mua nhà trên cơ sở trả góp từng tháng.

Hình 3.16. Chứng khoán bất động sản (MBS) do KHFC phát hành



(Đơn vị: nghìn tỷ KRW)

Nguồn: Korea Housing Finance Corporation, *Housing Finance Monthly*, June 2008

Trên thị trường thứ cấp, KHFC phát hành các MBS dài hạn, qua đó giúp phát triển thị trường trái phiếu dài hạn của Hàn Quốc. Năm 2004, MBS chiếm 5.8% thị phần thị trường trái phiếu có kỳ hạn trên 10 năm. MBS do KHFC phát hành sẽ được KHFC đảm bảo việc thanh toán gốc và lãi. Tài sản cơ sở của MBS là những khoản cho vay *bogeumjari-loan* chuyển giao từ những tổ chức tài chính đã bán chúng theo những tiêu chuẩn phát hành đã thống nhất với KHFC từ trước. MBS của KHFC được niêm yết trên Sở Chứng khoán Hàn Quốc (Korea Exchange) và được mua bán như những trái phiếu thông thường. KHFC phát hành MBS theo 8 loại kỳ hạn (một, hai, năm, bảy, mười, mười lăm hoặc hai mươi năm). Trong 5 tháng đầu năm 2008, KHFC đã phát hành 6 đợt MBS với tổng giá trị 2,35 nghìn tỷ KRW, nâng tổng số MBS của KHFC phát hành lên đến 13,2 nghìn tỷ KRW.

Những tổ chức đầu tư MBS của KHFC bao gồm ngân hàng, các công ty bảo hiểm, quỹ lương hưu, các công ty ủy thác đầu tư và công ty chứng khoán

(Hình 3.17). Có thể thấy KHFC là chủ thể phát hành chính trên thị trường MBS của Hàn Quốc. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, hoạt động phát hành MBS của KHFC gặp phải nhiều khó khăn do các ngân hàng thương mại không muốn bán lại các khoản cho vay trả góp mua bất động sản của mình cho KHFC để tiến hành chứng khoán hóa. Các đợt phát hành MBS của KHFC chủ yếu vẫn dựa vào những khoản cho vay *bogeumjari-loan* của KHFC và các đối tác của mình.

Hình 3.17. Các tổ chức đầu tư MBS của KHFC năm 2006

Institution	1-year	2-year	3-year	5-year	7-year	10-year	15-year	20-year	Total
Bank	71	120	100	225	145	60	25	0	746 (42.6)
Insurance	30	40	70	120	125	110	95	40	630 (36.0)
Pension fund	0	0	20	10	50	70	55	0	205 (11.6)
Investment trust	30	50	20	0	0	0	0	0	100 (5.7)
Securities	52	10	10	0	0	0	0	0	72 (4.1)
Total	182 (10.3)	220 (12.6)	220 (12.6)	355 (20.3)	320 (18.3)	240 (13.7)	175 (10.0)	40 (2.2)	1,752 (100.0)

Nguồn: KHFC, Annual Report 2006

3.3.6.4. Bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam

Thị trường cho vay bất động sản ở Việt Nam đang khởi động. Các ngân hàng thương mại Việt Nam bắt đầu cung ứng ra thị trường các sản phẩm cho vay trả góp. Theo thống kê, hiện nay số tiền các ngân hàng thương mại cho khách hàng vay để mua nhà chỉ chiếm 5% tổng dư nợ. Thị trường này vẫn chưa thực sự sôi động, các dịch vụ mới này vẫn chưa phát triển đúng với tiềm năng của chúng. Những kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán bất động sản Hàn Quốc sẽ là những bài học quý giá cho Việt Nam để phát triển thị trường còn non trẻ nhưng hứa hẹn nhiều tiềm năng này.

Thứ nhất, sự phát triển của thị trường cho vay bất động sản Hàn Quốc có sự đóng góp không nhỏ của một loạt những thay đổi về chính sách của Chính phủ. Sau cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á 1997, Chính phủ Hàn Quốc đã tiến hành nhiều cải cách quan trọng đối với thị trường tài chính, trong đó có thị trường cho vay bất động sản. Như phân tích ở phần 1, những thay đổi về mặt chính sách của Chính phủ Hàn Quốc đã có tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường. Thị trường cho vay bất động sản đã hoạt động tích cực hơn với sự tham gia rộng rãi của các ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính phi ngân hàng.

Thứ hai, việc thành lập các công ty chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản như KoMoCo hay KHFC đóng vai trò quyết định đến việc phát triển thị trường cho vay thứ cấp chứng khoán bất động sản, góp phần quan trọng trong việc đưa thị trường này của Hàn Quốc trở thành thị trường lớn thứ hai trong khu vực. Đây cũng là bài học mà Hàn Quốc đã học được từ các thị trường phát triển hơn như Mỹ, Hồng Kông. Chính phủ Hàn Quốc cũng đã rất nhanh nhậy trong việc đưa ra những chính sách điều chỉnh hợp thời khi những quy định cũ không còn phù hợp hay quá cứng nhắc, thể hiện qua việc ban hành luật KHFC để tạo điều kiện cho việc thành lập công ty KHFC thay thế KoMoCo.

Thứ ba, sự phát triển của thị trường chứng khoán bất động sản không thể tách rời khỏi sự phát triển của thị trường trái phiếu. Thị trường chứng khoán bất động sản là một bộ phận của thị trường trái phiếu, việc thị trường trái phiếu Hàn Quốc là một trong những thị trường phát triển nhất khu vực cũng góp phần không nhỏ vào sự phát triển của thị trường chứng khoán bất động sản Hàn Quốc.

Thứ tư, cần khuyến khích các tổ chức tài chính nước ngoài tham gia thị trường. KoMoCo có hai đối tác chiến lược là các tổ chức nước ngoài và thông qua hai tổ chức này đã nhận được sự hỗ trợ về công nghệ và kinh nghiệm quản trị. Các ngân hàng thương mại Hàn Quốc khi phát hành MBS cũng đều có sự hỗ trợ của các tổ chức nước ngoài và kinh nghiệm cũng như uy tín của các tổ chức này là một trong những yếu tố quan trọng đảm bảo thành công của những đợt phát hành này.

Kết luận

Thị trường chứng khoán bất động sản Hàn Quốc là một trong những thị trường có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thế giới. Chỉ trong vòng 10 năm, các khoản cho vay trả góp bất động sản đã tăng gần 6 lần, đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 40%/năm. Tỷ trọng các khoản cho vay bất động sản trong cho vay tiêu dùng cũng tăng từ 24% lên đến 54%. So với GDP, các khoản cho vay bất động sản đã chiếm tới 35,7% năm 2007, đạt mức của Pháp, Nhật và Hồng Kông. Điều này có sự đóng góp không nhỏ của chính phủ Hàn Quốc thông qua một loạt các cải cách trên thị trường này. Hi vọng rằng từ kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán bất động sản Hàn Quốc, Việt Nam có thể học tập để từ đó có thể phát triển thị trường chứng khoán bất động sản còn sơ khai của mình.

3.3.7. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh mới (CDO, CDS) ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Hàn Quốc là một trong những quốc gia có hoạt động chứng khoán hóa phát triển mạnh. Với nỗ lực đưa Hàn Quốc trở thành một trung tâm tài chính hàng đầu khu vực, chính phủ Hàn Quốc đã đưa ra nhiều chính sách, biện pháp để hỗ trợ hoạt động này. Các ngân hàng và công ty Hàn Quốc cũng tích cực cung cấp ra thị trường nhiều công cụ phái sinh chứng khoán hóa tài sản (chủ yếu là chứng khoán hóa các tài sản nợ - CDO) và xem đây là một cách hữu hiệu để xử lý các khoản nợ xấu cũng như thu được giá trị từ việc bán những tài sản vốn trước đó vẫn được xem có tính thanh khoản thấp. Hàn Quốc xem việc khuyến khích chứng khoán hóa tài sản là một trong những chìa khóa quan trọng để phát triển thị trường nợ và cung cấp vốn cho các doanh nghiệp.

3.3.7.1. CDO - Chứng khoán hóa danh mục tài sản nợ

Có nhiều định nghĩa về CDO, tuy nhiên theo cách hiểu được nhiều nhà nghiên cứu cũng như kinh doanh chứng khoán ủng hộ nhất thì CDO là một loại chứng khoán phái sinh được phát hành dựa trên một danh mục tài sản có thể bao gồm các khoản nợ, trái phiếu, các khoản phải thu hoặc dựa trên những dòng tiền trong tương lai... Một số nhà kinh doanh định nghĩa CDO là một loại chứng

khoản được đảm bảo bởi trái phiếu và/hoặc các khoản vay, tuy nhiên định nghĩa này tương đối hẹp và không được sử dụng phổ biến. Theo các tổ chức xếp hạng tín dụng, CDO có thể được phân vào các mức độ xếp hạng khác nhau: loại cao cấp (xếp hạng AAA), loại mezzanine (xếp hạng từ AA xuống BB) và loại equity (không xếp hạng).

Có nhiều loại CDO khác nhau về cách thiết kế cũng như tài sản cơ sở, tuy nhiên về cơ bản, những nguyên tắc cơ bản của CDO là giống nhau. Cho đến cuối những năm 1990, tất cả các CDO đều được phát hành thông qua một công ty dự án (special purpose vehicles – SPVs), công ty này sẽ mua một danh mục tài sản và phát hành chứng khoán dựa trên danh mục tài sản này. Nhà đầu tư CDO sẽ chịu rủi ro và thu được lợi tức gắn với CDO, chứ không gắn trực tiếp vào tài sản cơ sở. Nhà phát hành CDO, thường là các ngân hàng thương mại, sẽ được hưởng phí vào thời điểm phát hành và phí quản lý trong thời hạn của CDO. Một khoản đầu tư vào CDO, do vậy, là một khoản đầu tư vào dòng tiền của tài sản hơn là một khoản đầu tư vào trực tiếp vào chính tài sản đảm bảo.

Chứng khoán hóa là một cách để các ngân hàng giảm quy mô tài sản và do vậy, giảm bớt rủi ro. Chứng khoán hóa cho phép các ngân hàng tham gia vào nhiều lĩnh vực kinh doanh và cho phép các nhà đầu tư tiếp cận với một danh mục tài sản đa dạng mà họ khó có thể tiếp cận trước đó. Chứng khoán hóa có vẻ mang lại lợi ích cho tất cả mọi người. Tuy nhiên, thực tế lại không hẳn như vậy. Những người thiết kế CDO mua tài sản đảm bảo và bán lại các rủi ro đảm bảo dưới một hình thức khác với giá thấp hơn. Tuy nhiên, không phải lúc nào những rủi ro của các CDO cũng chính xác là những rủi ro của các tài sản đảm bảo cho CDO.

Hiện nay, với sự ra đời của các loại chứng khoán hóa tổng hợp (synthetic structures), việc phát hành CDO không nhất thiết phải được phát hành thông qua một SPV như trước nữa.

Các loại CDO

Về lý thuyết, bất kỳ loại tài sản hay quyền được hưởng đối với bất kỳ dòng tiền nào cũng có thể được chứng khoán hóa, do vậy, CDO là một thuật ngữ rộng chỉ rất nhiều sản phẩm.

Các tài sản có thể chứng khoán hóa

- Các khoản cho vay tiêu dùng, bao gồm các khoản cho vay mua hoặc thuê xe, các khoản cho vay thẻ tín dụng... Các khoản cho vay đối với sinh viên có những đặc điểm riêng và thường được xếp thành nhóm riêng.
- Các khoản cho vay thế chấp bất động sản như các khoản vay mua nhà thế chấp để ở (residential mortgages) và để kinh doanh (commercial mortgages).
- Các khoản cho vay thương mại và công nghiệp cũng có thể được chứng khoán hóa. Các khoản vay này có thể bao gồm các khoản cho vay doanh nghiệp rủi ro cao và các khoản cho vay doanh nghiệp lợi tức cao.
- Các khoản cho vay như cho thuê tài chính máy tính, máy bay, tàu thủy và máy móc thiết bị.
- Các khoản nợ khó đòi...

Các loại CDO

Dựa trên các tài sản cơ sở, CDO có thể được chia nhỏ thành nhiều loại khác nhau:

- ✓ Chứng khoán hóa các khoản cho vay (Collateralised loan obligation - CLO): CLO là loại chứng khoán phái sinh được tạo ra trên cơ sở chứng khoán hóa các khoản cho vay. CLO được xếp hạng (phát hành dựa trên các khoản cho vay của các ngân hàng Mỹ) được đưa ra thị trường lần đầu tiên vào năm 1990.
- ✓ Chứng khoán hóa trái phiếu (Collateralized bond obligation – CBO). CBO là một dạng của CDO. CBO đầu tiên (phát hành dựa trên trái phiếu rủi ro

cao) được giới thiệu ra thị trường vào năm 1988. CBO được phát hành dựa trên một danh mục các trái phiếu có đảm bảo hoặc không có đảm bảo do các công ty hoặc chính phủ phát hành.

- ✓ Chứng khoán hóa các chứng khoán bất động sản (Collateralised mortgage obligation – CMO) được phát hành dựa trên các chứng khoán bất động sản (Mortgage backed securities – MBS). Các CMO này cũng có thể được gọi là các MBS.

Dựa trên nguồn huy động vốn, CD) được chia thành CDO dòng tiền và CDO giá trị thị trường:

- ✓ CDO dòng tiền (cash flows CDO) trả lãi và gốc cho người mua bằng dòng tiền do tài sản cơ sở của CDO tạo ra. CDO dòng tiền tập trung chủ yếu vào việc quản lý chất lượng tín dụng của danh mục tài sản cơ sở;
- ✓ CDO giá trị thị trường (market value CDO) hướng đến việc tăng lợi tức cho nhà đầu tư với việc thường xuyên giao dịch các tài sản cơ sở, do vậy các CDO này tập trung nhiều hơn vào những thay đổi giá trị thị trường trong tài sản của CDO. CDO giá trị thị trường ra đời trước nhưng ít phổ biến hơn CDO dòng tiền.

Dựa vào động cơ phát hành, CDO có thể được chia thành CDO arbitrage (arbitrage CDO) và CDO bảng cân đối kế toán (balance sheet CDO):

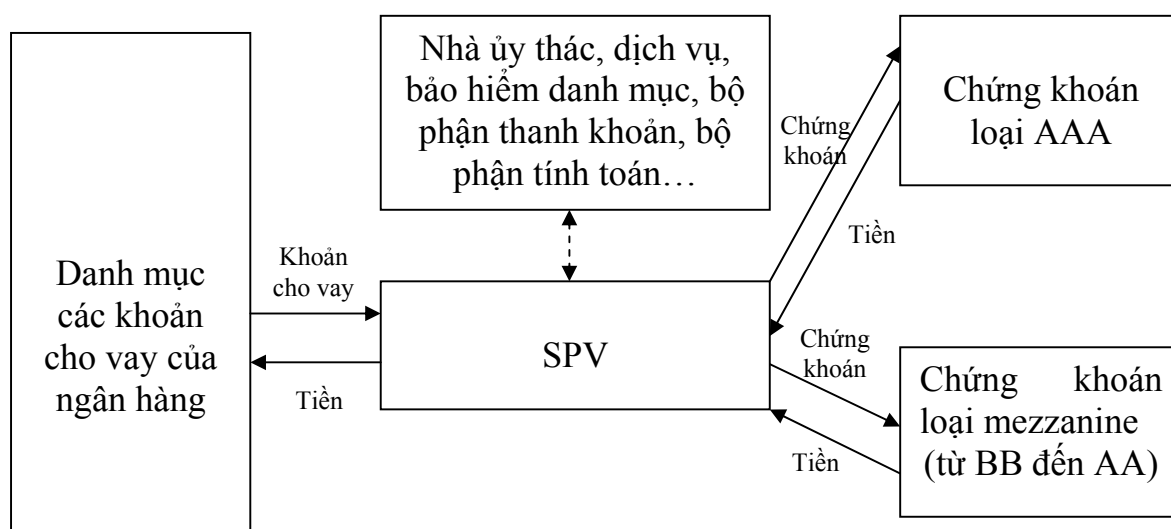
- ✓ CDO arbitrage hướng đến việc thu lợi từ chênh lệch (spread) giữa tài sản có rủi ro cao nhưng có thể thu được lợi tức cao với các tài sản nợ được xếp hạng trả lãi thấp;
- ✓ CDO bảng cân đối kế toán lại được các tổ chức phát hành để chuyển một số khoản vay và các tài sản khác ra khỏi bảng cân đối kế toán để tránh các quy định pháp lý về an toàn vốn và cải thiện chỉ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu tính đến rủi ro.

CDO cũng có thể được phân thành các CDO tiền mặt hoặc CDO tổng hợp:

- ✓ CDO tiền mặt (cash CDO) có một danh mục tài sản tiền mặt như các khoản vay, trái phiếu công ty, ABS, MBS. Người phát hành CDO là người sở hữu danh mục tài sản này;
- ✓ CDO tổng hợp (synthetic CDO) không sở hữu các tài sản tiền mặt như trái phiếu hay các khoản vay. Thay vào đó, CDO tổng hợp tiếp cận các rủi ro tín dụng của một danh mục tài sản thu nhập cố định mà không sở hữu các tài sản này thông qua việc sử dụng những công cụ như hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (credit default swap – CDS).
- ✓ Một số CDO được phát hành dựa trên một danh mục bao gồm cả các chứng khoán tổng hợp và chứng khoán tiền mặt.

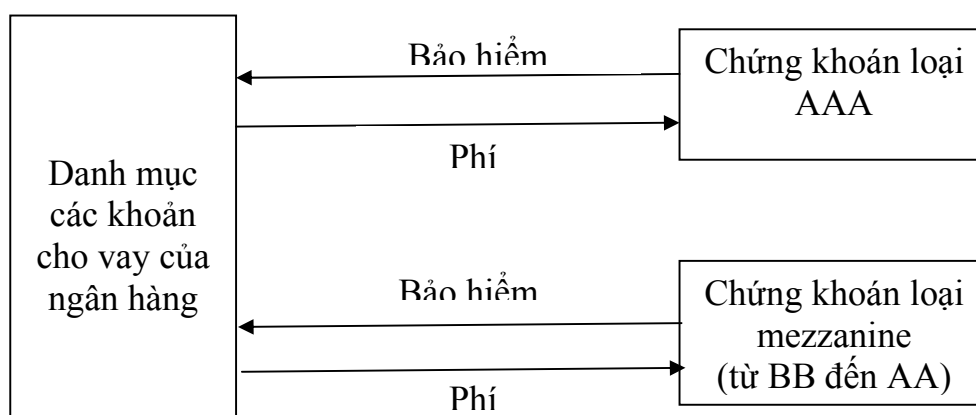
Hình 3.18 và 3.19 giới thiệu hai mô hình chứng khoán hóa đơn giản CDO tiền mặt và CDO tổng hợp.

Hình 3.18. Chứng khoán hóa các khoản cho vay của ngân hàng (CDO tiền mặt) có sử dụng SPV



Trong mô hình này, các SPV sẽ mua lại danh mục các khoản cho vay của ngân hàng, sau đó phát hành chứng khoán dựa trên các khoản cho vay này.

Hình 3.19. Chứng khoán hóa các khoản cho vay của ngân hàng (CDO tổng hợp - CDS) không sử dụng SPV



Theo hợp đồng CDS, người bán bảo hiểm tín dụng, người phát hành CDO sẽ nhận những khoản thanh toán tiền mặt định kỳ, gọi là phí (premium) để đổi lại việc đồng ý chấp nhận rủi ro tổn thất đối với một loại tài sản nhất định trong trường hợp tài sản đó bị vỡ nợ, hoặc trong các trường hợp rủi ro tín dụng khác. Người phát hành CDO sẽ trả đến một số tiền nhất định trong trường hợp rủi ro tín dụng đó xảy ra. Nhìn từ góc độ phát hành, một CDO tổng hợp cần ít thời gian hơn để có thể phát hành do không phải mua và quản lý tài sản cơ sở.

3.3.7.2. Sự ra đời và phát triển của thị trường CDO

Thị trường CDO toàn cầu ra đời vào cuối những năm 1980 với các sản phẩm CBO cho các trái phiếu có độ rủi ro cao (high yield bonds).

Tại Mỹ, trước đây, các tổ chức tiết kiệm và cho vay (Savings and Loans Associations - S&L) được hưởng quyền chọn bán với chính phủ Mỹ. Các tổ chức S&L này nhận thấy rằng họ có thể mua các trái phiếu có rủi ro cao để hưởng lãi. Nếu những trái phiếu này không vỡ nợ, các tổ chức này sẽ thu được những khoản lợi lớn. Còn nếu những trái phiếu này gặp bất ổn, các tổ chức đó sẽ bán những khoản nợ này cho chính phủ và không phải chịu tổn thất. Đây là một

trong những nhân tố dẫn đến cuộc khủng hoảng đối với các tổ chức tiết kiệm và cho vay vào những năm 1980.

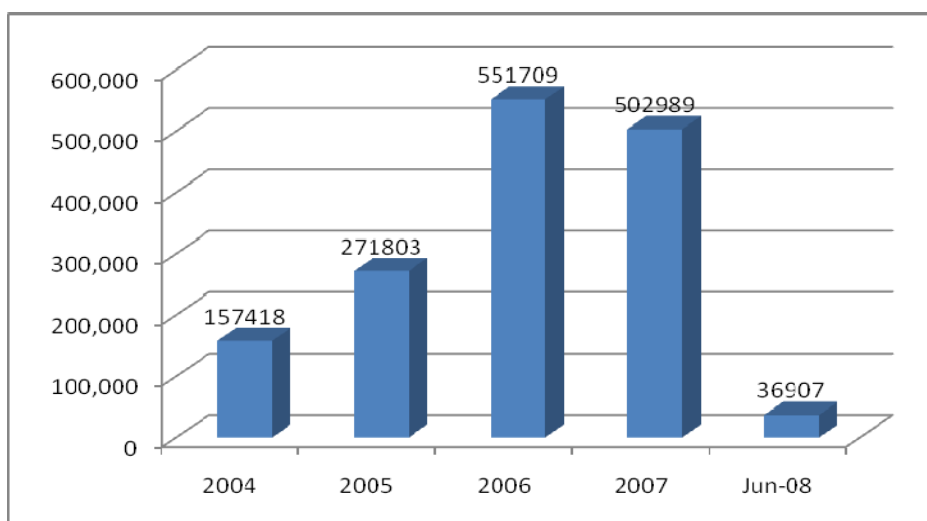
CDO đầu tiên trên thế giới được Drexel Burnham Lambert phát hành năm 1987 cho tổ chức tiết kiệm Imperial Savings⁴⁰. Người mua là những nhà đầu tư quan tâm đến danh mục các trái phiếu rẻ có lợi tức cao. Những CDO đầu tiên là các CDO arbitrage tiền mặt giá trị thị trường (market value cash arbitrage CDOs). Cung trái phiếu rủi ro cao giảm mạnh vào thập niên 1990 đã làm giá trị giao dịch CDO giảm vào thời gian này. Tuy nhiên, sự xuất hiện của các loại CDO dòng tiền đơn giản hơn vào giữa những năm 1990 đã nhen nhóm lại sự quan tâm của các nhà đầu tư đối với loại công cụ này.

Cuối thập niên 1990 đánh dấu một sự bước tiến quan trọng trên thị trường CDO. Trước năm 1995, hầu như tất cả các CDO là CDO tiền mặt (cash CDO). Sang những năm cuối thập niên 1990, các nhà phát hành bắt đầu giới thiệu các CDO tổng hợp (synthetic CDO) ra thị trường. Các nhà phát hành bắt đầu sử dụng hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (Credit Default Swap - CDS) và hợp đồng hoán đổi toàn bộ lợi tức (Total Return Swaps – TRS) để chuyển giao rủi ro của tài sản, thay vì bán tài sản thực. Các chứng khoán phái sinh tổng hợp này linh động hơn và cho phép chuyển giao rủi ro dễ dàng hơn. Sự ra đời của các CDO tổng hợp đã thúc đẩy thị trường CDO phát triển mạnh mẽ. Nếu như năm 1995, quy mô của thị trường mới chỉ ở mức 2,5 tỷ USD, thì đến năm 1999, quy mô thị trường đã ở mức 120 tỷ USD. Các sản phẩm tổng hợp cho phép đa dạng hóa danh mục đầu tư hiệu quả hơn, do đó có thể được xếp hạng tín dụng cao hơn. Các sản phẩm tổng hợp này cũng giải thích sự phát triển mạnh mẽ của thị trường CDO châu Âu. Thị trường CDO châu Âu gần như không phát triển trước năm 1995, do thị trường trái phiếu rủi ro cao ở châu Âu kém phát triển hơn nhiều so với thị trường Mỹ. So với các ngân hàng Mỹ, các ngân hàng châu Âu có một nguồn vốn tương đối rẻ do họ có thể thu hút hiệu quả tiết kiệm quốc dân, tuy nhiên các ngân hàng này chưa thực sự thu được lợi nhuận cao. Các ngân hàng châu Âu chịu áp lực lớn phải tăng lợi tức, giảm chi phí và thực hiện hoạt động

⁴⁰ Cả Drexel và Imperial Savings hiện nay đều đã phá sản

quản trị rủi ro tốt hơn. Các CDO tổng hợp cho phép họ quản trị rủi ro hiệu quả hơn khi có thể khai thác được nguồn vốn rẻ của mình.

Hình 3.20. Cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường CDO toàn cầu trong thời gian qua.



Giá trị CDO phát hành mới từ năm 2004 – 6/2008 (đơn vị: triệu USD)

Nguồn: Thomson Financial

Một nguyên nhân nữa khiến thị trường CDO tăng trưởng mạnh là do số vụ vỡ nợ và hạ bậc trái phiếu tăng mạnh trong thời gian qua. Theo thống kê của Standard & Poor's, trong khoảng thời gian 20 năm từ 1981 đến 2000, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp vỡ nợ toàn cầu hàng năm đã tăng từ 0,1 tỷ USD năm 1981 đến 23,6 tỷ USD năm 1991 và 44 tỷ USD năm 2000. Con số này tăng mạnh đến 118,8 tỷ USD năm 2001 và nhảy vọt đến 177,8 tỷ USD năm 2002. Không chỉ riêng các trái phiếu có rủi ro cao có nguy cơ vỡ nợ cao, mà ngay cả các trái phiếu được xếp hạng đầu tư cũng không tránh khỏi rủi ro này. Tổng giá trị trái phiếu xếp hạng đầu tư vỡ nợ trong hai năm 2001 - 2002 đã vượt quá tổng số 20 năm trước cộng lại. Sự gia tăng các vụ vỡ nợ và hạ bậc xếp hạng tín dụng trái phiếu lại là nhân tố dẫn đến sự phát triển mạnh mẽ của thị trường CDO. Năm 2002, thị trường CDO dành cho các trái phiếu bị hạ bậc tín dụng đã đạt mức tăng trưởng đến 318%. Sự ra đời của đồng Euro cũng là một nhân tố nữa thúc đẩy sự phát triển của thị trường CDO. Một yếu tố nữa cũng góp phần giải thích cho tốc

độ tăng trưởng mạnh của thị trường này là sự giới thiệu của mô hình copula Guassien của David Li năm 2001 cho phép định giá nhanh các CDO.

Năm 2006 là năm thị trường CDO toàn cầu đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất. Giá trị CDO phát hành mới của năm 2006 đạt trên 550 tỷ USD, trong đó tính riêng thị trường Mỹ là 312 tỷ, tăng 105% so với năm 1995. Năm 2007, giá trị CDO phát hành mới tuy có giảm nhưng vẫn đạt con số cao, hơn 500 tỷ USD. Bước sang năm 2008, do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ, giá trị CDO phát hành mới giảm mạnh, tính đến hết quý 2 năm 2008, mới chỉ có hơn 38 tỷ CDO được phát hành mới trên toàn thế giới.

3.3.7.3. Các sản phẩm chứng khoán phái sinh CDO mới trên thị trường Hàn Quốc

Hoạt động chứng khoán hóa tài sản được các tổ chức tài chính Hàn Quốc ủng hộ, và xem là một công cụ tái cấu trúc quan trọng vì thông qua việc chứng khoán các khoản nợ khó đòi, các tổ chức này có thể xóa bỏ những khoản nợ này và cùng lúc đó có được lượng vốn chủ sở hữu cần thiết để đáp ứng với quy định về hệ số an toàn vốn của Ngân hàng thanh toán quốc tế. Vì vậy, trong năm 1999, sau khi nền kinh tế dần hồi phục từ cuộc khủng hoảng tiền tệ năm 1998, tỷ lệ chứng khoán hóa các khoản nợ khó đòi trên tổng giá trị chứng khoán hóa của Hàn Quốc đạt xấp xỉ 42,2%. Khi nền kinh tế dần thoát khỏi ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng, vai trò của việc chứng khoán hóa để xóa bỏ các khoản nợ khó đòi giảm nhanh chóng. Theo Tổ chức giám sát Tài chính Hàn Quốc (Korea Financial Supervisory Service), doanh số chứng khoán hóa các khoản nợ khó đòi giảm nhanh chóng từ 10,6 nghìn tỷ won năm 2001 xuống còn 2 nghìn tỷ won năm 2002. Tuy nhiên, tổng giá trị chứng khoán hóa vẫn tăng lên do sự xuất hiện của các công cụ mới. Giá trị phát hành CDO ở Hàn Quốc năm 2007 đạt 19,8 nghìn tỷ won (20,95 tỷ USD) và Hàn Quốc là một trong những thị trường phát triển hoạt động chứng khoán hóa lớn nhất ở châu Á.

Ở Hàn Quốc, hoạt động chứng khoán hóa tài sản được thực hiện theo Luật Chứng khoán hóa tài sản (Asset Backed Securities - ABS), luật Chứng khoán

hóa khoản cho vay bất động sản (Mortgage Backed Securities - MBS)⁴¹. Luật ABS được ban hành để thúc đẩy quá trình tái cơ cấu các doanh nghiệp và công ty tài chính. Theo luật này, một công ty dự án - SPV (Special Purpose Vehicle) phát hành một chứng khoán dựa trên tài sản (ABS) được chuyển nhượng từ người phát hành tài sản. Vì luật cho phép tất cả các tài sản có thể chứng khoán hóa, các khoản cho vay bất động sản cũng có thể được chứng khoán hóa theo Luật ABS. Nếu như luật ABS được thiết kế cho tất cả các chứng khoán dựa trên tài sản thì luật MBS được soạn thảo đặc biệt cho các chứng khoán bất động sản. Hai luật này ra đời đã cho phép thực hiện hoạt động chứng khoán hóa tài sản lần đầu tiên ở Hàn Quốc.

Quy trình chứng khoán hóa theo luật ABS

Theo luật ABS, chỉ có tài sản của những nhà phát hành đảm bảo đủ các điều kiện quy định trong luật này mới được chứng khoán hóa. Mục đích của quy định này là giảm thiểu các tác động tiêu cực có thể có khi chứng khoán hóa tài sản. Để phát hành một lô chứng khoán phái sinh ABS, SPV sẽ phải đăng ký một Kế hoạch chứng khoán hóa với Ủy ban Giám sát tài chính Hàn Quốc. Kế hoạch này phải bao gồm các nội dung liên quan đến phạm vi tài sản sẽ được chứng khoán hóa, loại ABS, các vấn đề liên quan đến người phát hành tài sản cơ sở cũng như các vấn đề liên quan đến việc quản trị, hoạt động của tài sản được chứng khoán hóa. Theo luật ABS, mỗi SPV chỉ có thể đăng ký một Kế hoạch chứng khoán hóa.

Ủy ban giám sát tài chính có thể từ chối Kế hoạch chứng khoán hóa tài sản của một SPV hoặc yêu cầu sửa đổi Kế hoạch này nếu thấy (i) các tài liệu chứa các thông tin không chính xác hoặc dễ gây nhầm lẫn; (ii) nội dung của Kế hoạch chứng khoán hóa vi phạm các quy định của Luật ABS hoặc các quy định pháp luật liên quan khác; hoặc (iii) việc thành lập chính SPV vi phạm các quy định liên quan. Trong trường hợp này, Ủy ban Giám sát tài chính phải thông báo chính thức bằng văn bản trong vòng 15 ngày về quyết định của mình. Nếu sau 15

⁴¹ Hai luật này ban hành năm 1998

ngày Ủy ban Giám sát Tài chính không đưa ra bất kỳ thông báo nào, Kế hoạch chứng khoán được xem là được chấp nhận đăng ký vào ngày nộp lên Ủy ban Giám sát tài chính.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh mới của Hàn Quốc

Chỉ chưa đầy 2 tháng sau khi luật ABS được ban hành, vào tháng 12 năm 1998, Orion, một SPV, đã phát hành tiến hành 32 đợt phát hành ABS với tổng trị giá 6,8 nghìn won. Kể từ đó, thị trường CDO Hàn Quốc có tốc độ phát triển nhanh chóng cả về quy mô lẫn chất lượng.

Bảng 3.40. Một số đặc điểm chính trên thị trường chứng khoán phái sinh mới của Hàn Quốc từ năm 1999-2003

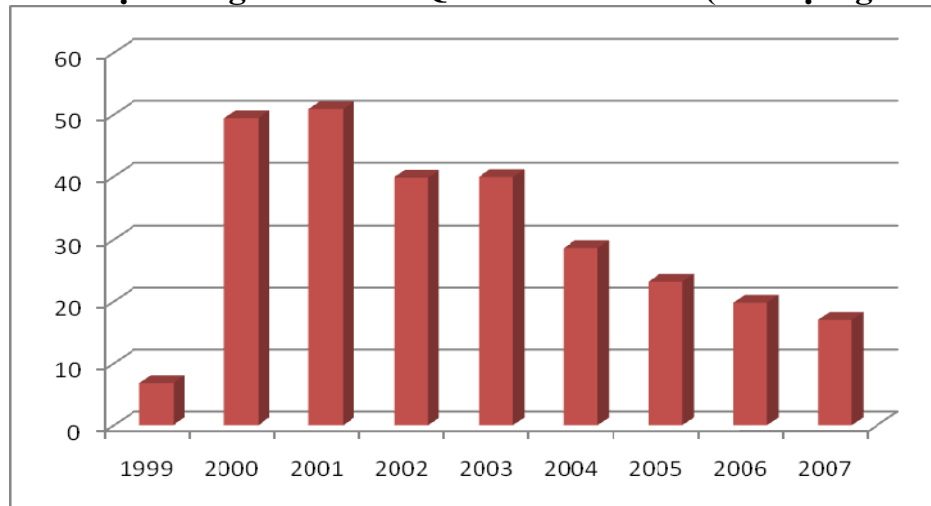
	1999	2000	2001	2002	2003
Khối lượng phát hành	6.8 nghìn tỷ won	49.4 nghìn tỷ won	50.9 nghìn tỷ won	39.8 nghìn tỷ won	39.9 nghìn tỷ won
Mục đích chính	Tái cơ cấu khu vực tài chính/Phát triển thị trường trái phiếu	Tái cơ cấu khu vực quỹ đầu tư/Hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp	Huy động vốn cho các công ty phát hành thẻ tín dụng/Giải quyết vấn đề nợ khó đòi	Công cụ tài trợ vốn/Các sản phẩm tài chính phục vụ nhu cầu nhà đầu tư	Công cụ tài trợ vốn/phát hành CBO để tái tài trợ vốn
Tài sản chứng khoán hóa chính	Các khoản cho vay (kể cả các khoản nợ khó đòi) 3 nghìn tỷ won	CBO: 27.7 nghìn tỷ won	Các khoản cho vay thẻ tín dụng: 20.6 nghìn tỷ	Các khoản cho vay thẻ tín dụng: 22.2 nghìn tỷ	Các khoản cho vay mua xe, các khoản cho vay thẻ tín dụng

Nguồn: Financial Supervisory Service

Qua bảng 3.41 có thể thấy, thị trường CDO Hàn Quốc có tốc độ phát triển mạnh mẽ, đặc biệt vào những năm 2000, 2001 do nhu cầu tái cơ cấu các khoản nợ khó đòi của các ngân hàng cũng như hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, hoạt động chứng khoán hóa các khoản nợ khó đòi này giảm mạnh vào năm 2002 (chỉ còn 2 nghìn tỷ won so với 10,6 nghìn tỷ won năm 2001) đã khiến thị trường CDO Hàn Quốc giảm mạnh vào năm 2002. Thị trường CDO Hàn Quốc giảm mạnh năm 2002 cũng một phần là do sự sụt giảm khối lượng phát

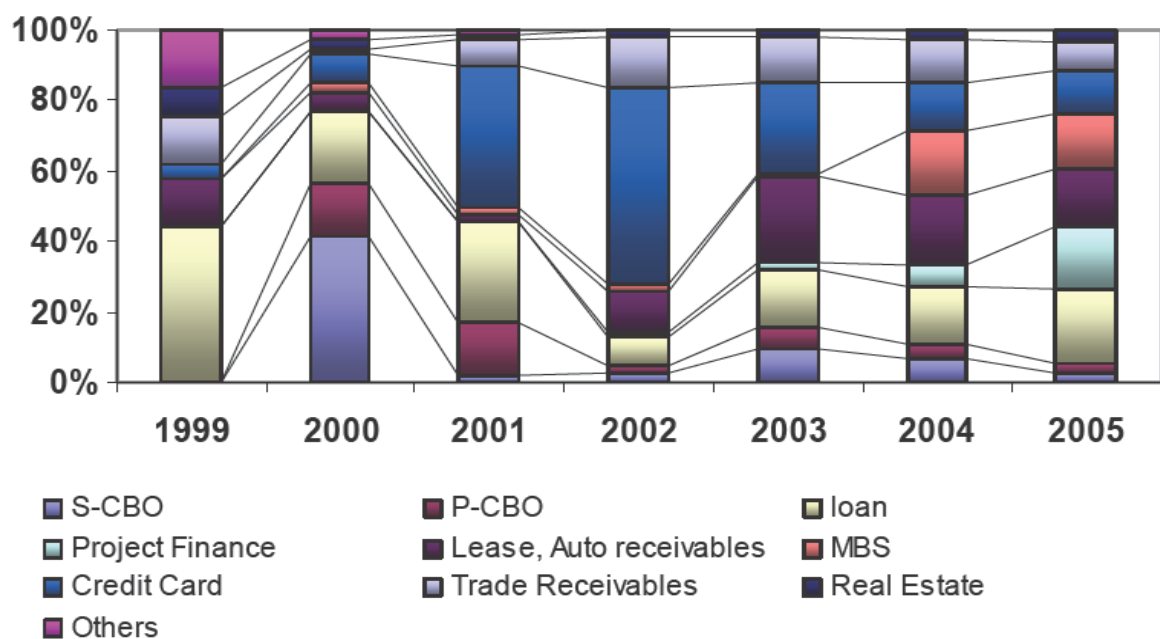
hành mới của các CBO được nhà nước bảo lãnh⁴² (từ 7.5 nghìn tỷ won năm 2001 xuống còn 0.8 nghìn tỷ won năm 2002) do tình hình tài chính của các công ty Hàn Quốc được cải thiện.

Hình 3.21. Thị trường CDO Hàn Quốc 1999 – 2007 (đơn vị: nghìn tỷ won)



(Nguồn: Financial Supervisory Service)

Hình 3.22. Tỷ trọng phát hành các loại CDO trên thị trường Hàn Quốc



Nguồn: Financial Supervisory Service

⁴² các CBO này được phát hành dựa trên các trái phiếu của các công ty trung bình và nhỏ chịu ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính

Từ năm 2003 trở lại đây, thị trường CDO của Hàn Quốc liên tục giảm sút do nhu cầu phát hành CDO của các tổ chức phát hành thẻ tín dụng và các công ty cho vay thế chấp giảm. Các công ty này muốn phát hành trái phiếu doanh nghiệp để trực tiếp huy động vốn hơn là phát hành ABS (hình 3.22).

3.3.7.4. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam mới trong giai đoạn sơ khai. Việt Nam chưa phát triển các loại chứng khoán phái sinh mới như CDO, tuy nhiên chúng ta cũng không bỏ qua khả năng phát triển các chứng khoán này khi đủ điều kiện. Là một quốc gia đi sau, Việt Nam có thể học hỏi kinh nghiệm của các quốc gia đi trước trong hoạt động này. Những kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán hóa tài sản của Hàn Quốc sẽ là những bài học quý giá cho Việt Nam để phát triển thị trường hứa hẹn nhiều tiềm năng này.

Thứ nhất, sự phát triển của thị trường chứng khoán hóa tài sản của Hàn Quốc có sự đóng góp không nhỏ của một loạt những nỗ lực về chính sách của Chính phủ. Sau cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á 1997, Chính phủ Hàn Quốc đã tiến hành nhiều cải cách quan trọng đối với thị trường tài chính, trong đó có thị trường chứng khoán phái sinh. Chính phủ đã ban hành các bộ luật cần thiết như ABS, MBS làm tiền đề cho sự phát triển thị trường này cũng như có những điều chỉnh cần thiết khi một số điều khoản trở nên không phù hợp với hoàn cảnh mới.

Thứ hai, sự phát triển của thị trường chứng khoán hóa tài sản không thể tách rời khỏi sự phát triển của thị trường phái sinh nói chung. Hàn Quốc có định hướng rõ ràng trong việc phát triển thị trường phái sinh của mình trở thành một trong những thị trường lớn nhất khu vực. Sự phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc cũng góp phần không nhỏ vào sự phát triển của thị trường chứng khoán hóa tài sản cố định Hàn Quốc.

CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM DỰA TRÊN KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA HÀN QUỐC

4.1. Giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam

4.1.1. Giải pháp phát triển thị trường vốn

Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng đã phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020. Mục tiêu đặt ra là phát triển thị trường vốn đa dạng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn và đầu tư của nền kinh tế. Đến 2010, giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% tổng sản phẩm quốc nội (GDP) và đến 2020 đạt 70% GDP.

Theo Đề án mới được phát triển, thị trường chứng khoán là thành phần chủ đạo để đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính Việt Nam. Đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực.

Theo định hướng, thị trường vốn sẽ sớm được hoàn chỉnh về cấu trúc bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh, thị trường phi tập trung ... và vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế. Phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, phát triển đầy đủ các định chế trung gian, đa dạng hoá các dịch vụ ... hướng tới một thị trường vốn phát triển trong khu vực.

Trước mắt, sẽ tập trung phát triển quy mô, hoàn chỉnh cấu trúc của thị trường vốn, nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các loại hàng hoá; mở rộng quy mô và đa dạng hoá các loại trái phiếu, các phương thức phát hành trái phiếu

Chính phủ ...; Phát triển các loại chứng khoán phái sinh như; quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai; hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm liên kết.

Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá doanh nghiệp, tổng công ty nhà nước, tập đoàn kinh tế và các ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá với niêm yết trên thị trường chứng khoán; mở rộng việc phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn trên thị trường. Đối với những doanh nghiệp đã cổ phần hoá đủ điều kiện phải thực hiện việc niêm yết; đồng thời bán tiếp phần vốn nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước không cần giữ cổ phần chi phối hoặc không cần nắm giữ cổ phần. Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sang hình thức công ty cổ phần và niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Bên cạnh đó, sẽ phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường như công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Cho phép thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm đủ điều kiện tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động ở Việt Nam. Đồng thời, thực hiện lộ trình mở cửa đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam theo lộ trình đã cam kết; cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam, tiết kiệm bưu điện ... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam.

4.1.1.1 Giải pháp phát triển thị trường chứng khoán

4.1.1.1.1. Về phát triển công ty chứng khoán

Kinh nghiệm quốc tế nói chung, trong đó có kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, sự phát triển vững chắc của một TTCK phụ thuộc rất lớn vào hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, vào môi trường pháp lý, vào kỹ thuật nghiệp vụ vận hành thị trường, tổ chức thị trường. Thực tế cũng cho thấy sự đa dạng, phong

phủ, có kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường có ảnh hưởng rất quan trọng đến việc thúc đẩy TTCK phát triển. Bởi vậy việc khuyến khích, tạo điều kiện cho việc thành lập mới và đi vào hoạt động có hiệu quả của các Công ty kinh doanh chứng khoán, cũng như các quỹ đầu tư,... là hết sức cần thiết trong chiến lược đẩy nhanh sự phát triển vững chắc của Thị trường chứng khoán.

Tuy nhiên quy mô vốn của các Công ty chứng khoán còn quá nhỏ, trong năm 2006 bình quân vốn điều lệ của mỗi công ty mới chỉ có dưới 100 tỷ đồng, tăng 29% so với mức bình quân của năm 2005, năm 2007 bình quân mỗi công ty cũng chỉ có số vốn 150 tỷ đồng. Đề tài cho rằng cần phải nâng mức vốn điều lệ theo quy định lên 400 tỷ đồng trong các năm 2008 – 2009 và đến năm 2010 - 2015 phải đạt 500 tỷ đồng.

Bảng 4.1: Một số chỉ tiêu về thị trường chứng khoán trong khu vực châu Á thời điểm tháng 6-2008

Quốc gia	Số lượng công ty chứng khoán	Số lượng Công ty quản lý quỹ	Mức vốn hoá thị trường (Tỷ USD)	Doanh số giao dịch BQ/ngày (Tỷ USD)
1. Trung Quốc	107	58	1.100	12,8
2. Singapore	71	71	437	1,27
3. Malaysia	37	79	288	0,8
4. Thailand	41	20	158	0,5
5. Việt Nam	83	18	22	0,06

Nguồn: Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam

Các nhà đầu tư cá nhân đang nắm giữ khoảng 25 – 30% số lượng cổ phiếu của toàn thị trường; còn lại là của các nhà đầu tư có tổ chức, như: Quỹ đầu tư, Công ty chứng khoán, Công ty bảo hiểm,... Trong khi đó ở các thị trường chứng khoán phát triển trên thế giới tỷ lệ các nhà đầu tư cá nhân chỉ chiếm khoảng 10%.

Bởi vậy trong giai đoạn tới cần định hướng phát triển phù hợp dần với thông lệ quốc tế.

Việc nâng số vốn điều lệ cần kết hợp với nâng cao chất lượng hoạt động của các Công ty chứng khoán. Cần có chế tài về đầu tư hiện đại hoá công nghệ, về trình độ cán bộ, về chất lượng và tính ổn định của giao dịch kinh doanh chứng khoán, giao dịch với khách hàng của các công ty chứng khoán.

4.1.1.1.2. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế

Một nhân tố rất quan trọng thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thời gian qua là nghiệp vụ Repo của các Công ty chứng khoán và nghiệp vụ cho vay cầm cố cổ phiếu của các NHTM cổ phần cho khách hàng vay vốn để mua cổ phiếu. Hiện nay trong cả nước dư nợ cho vay cầm cố cổ phiếu để đầu tư chứng khoán theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước là đang chiếm khoảng 2,5% tổng dư nợ của các NHTM, chưa phải là con số đáng lo ngại. Tuy rằng tỷ lệ này của một số NHTM cổ phần lên tới 7 – 8%, cá biệt có một NHTM cổ phần quy mô nhỏ chiếm tới 40%.

Tất nhiên hơn ai hết chính các NHTM cổ phần cần chủ động, tự mình quản trị rủi ro cho mình. Với thời gian triển khai chưa dài, các NHTM cổ phần cần tự mình đánh giá lại để có biện pháp gia tăng quản lý tín dụng cần thiết. Ngân hàng Nhà nước chỉ nên quy định khung quản lý phù hợp với Luật các Tổ chức tín dụng và đưa ra cảnh báo, chứ không can thiệp sâu vào nghiệp vụ cụ thể về cho vay cầm cố mua cổ phiếu và hoạt động kinh doanh của các Ngân hàng thương mại. Điều đó có nghĩa là theo Chỉ thị số 03/2007/CT – NHNN, ngày 28-5-2007 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam quy định tỷ lệ dư nợ vốn cho vay, chiết khấu giấy tờ có giá,... để khách hàng đầu tư, kinh doanh chứng khoán của Tổ chức tín dụng ở mức dưới 3% tổng dư nợ của Tổ chức tín dụng đó. Mức quy định dưới 3% các Tổ chức tín dụng phải thực hiện với thời điểm cuối cùng là 31-

12-2007. Đây là một biện pháp hành chính can thiệp sâu vào quyền tự chủ của NHTM, vừa không có cơ sở để đưa ra tỷ lệ 3%!

Trên thế giới chỉ có Ấn Độ khống chế cho vay chứng khoán không quá 5% dư nợ, còn ở các nước khác Ngân hàng thương mại được tự quyết định trên cơ sở năng lực quản trị rủi ro của mình. Nếu Ngân hàng thương mại nào có năng lực quản trị rủi ro tốt, thì có thể cho vay đầu tư chứng khoán với tỷ lệ cao, ngược lại sẽ bị NHTW tuýt còi, tất nhiên không NHTM nào muốn đẩy mình vào thế rủi ro.

Trên thế giới, việc Ngân hàng cho vay vốn đầu tư chứng khoán là chuyện bình thường, nhưng các ngân hàng thường cho vay thông qua Quỹ đầu tư, công ty đầu tư căn cứ vào từng mã chứng khoán cụ thể. Song ở các thị trường chứng khoán phát triển trên thế giới tỷ lệ các nhà đầu tư cá nhân chỉ chiếm khoảng 10%, nên các nhà đầu tư cá nhân vay vốn trực tiếp tại Ngân hàng để mua chứng khoán cũng không nhiều.

Tại Mỹ, các Ngân hàng vẫn cho khách hàng cầm cổ phiếu để vay vốn đầu tư chứng khoán. Song người vay phải mua bảo hiểm tại một công ty cung cấp dịch vụ bảo hiểm cho loại đầu tư này. Mức cho vay thông thường chỉ tương đương 25% giá trị cổ phiếu tính theo giá thị trường tại thời điểm cho vay.

Cho khách hàng vay vốn đó là nghiệp vụ bình thường của các ngân hàng trên thế giới, tất nhiên họ có biện pháp quản trị rủi ro phù hợp. Cho khách hàng vay vốn để đầu tư kinh doanh chứng khoán cũng giống như các lĩnh vực đầu tư kinh doanh khác của khách hàng. Song lĩnh vực chứng khoán có mức độ rủi ro đặc thù, do đó các NHTM có nghiệp vụ phòng ngừa rủi ro riêng và cụ thể.

Loại trừ việc các NHTM phối hợp với Công ty chứng khoán để cho khách hàng vay vốn kinh doanh chứng khoán, hoặc cho Công ty kinh doanh chứng khoán vay vốn để cho khách hàng của các Công ty này vay lại đầu tư kinh doanh chứng khoán, thì đối với việc cho vay trực tiếp, các NHTM ở nước ta chỉ lựa chọn một số loại cổ phiếu để cho khách hàng cầm cố vay vốn đầu tư chứng khoán. Đó là những loại cổ phiếu của những NHTM và Công ty chứng khoán có

uy tín. Tỷ lệ cho vay tối đa cũng chỉ bằng 3 đến 5 lần mệnh giá so với mức giá trên thị trường lên tới trên 10 lần.

Bên cạnh đó giữa các thị trường: thị trường tín dụng, thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, thị trường hàng hoá,...có mối quan hệ chặt chẽ và liên thông với nhau. Song việc NHNN ngăn chặn việc lưu thông vốn giữa thị trường tín dụng và thị trường chứng khoán bằng biện pháp hành chính đã ngay lập tức tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Ngay từ giữa tháng 6-2007, thị trường chứng khoán đã bị điều chỉnh sâu, một loạt chứng khoán giảm giá. Chỉ số chứng khoán trên của hai Trung tâm giao dịch chứng khoán sụt giảm mạnh. Thị trường OTC bị đóng băng.

Trước yêu cầu của thực tế, ngày 1-2-2008 Thống đốc NHNN đã ban hành Quyết định số 03/2008/QĐ-NHNN, về sửa đổi Chỉ thị 03 về cho vay chứng khoán. Trái với mong đợi của các NHTM và các nhà đầu tư, Quyết định 03 còn thắt chặt cho vay chứng khoán hơn so với Chỉ thị 03 trước đây. Bởi vậy Ngân hàng Nhà nước cần thiết phải sửa đổi, bổ sung, quyết định 03 nói trên.

4.1.1.1.3. Tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong một doanh nghiệp, một Ngân hàng thương mại

Theo quy định của Chính phủ, tỷ lệ giới hạn tối đa các nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu cổ phần tại một NHTM cổ phần của Việt Nam là không quá 30% vốn điều lệ của NHTM CP đó. Một nhà đầu tư nước ngoài không được sở hữu quá 15%; trường hợp đặc biệt được sở hữu tối đa 20% vốn điều lệ của một NHTM cổ phần Việt Nam nhưng phải được sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ. Theo bài viết thì tỷ lệ đó là chưa phù hợp. Để thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, góp phần thúc đẩy thực hiện có hiệu quả hơn nữa chính sách thu hút đầu tư nước ngoài, Chính phủ nên nới rộng tỷ lệ vốn điều lệ của các nhà đầu tư nước ngoài tại các ngân hàng Việt Nam tăng lên 49% phù hợp với Luật đầu tư nước ngoài, nếu không thì cũng nên cho phép tỷ lệ tối đa là 40% - 45%. Các quy định pháp lý khác về đầu tư, hoạt động tiền tệ,... cần được chỉnh sửa, bổ sung phù hợp khi Việt Nam gia nhập WTO, tạo điều kiện cho các

ngân hàng nước ngoài mở rộng cho vay vốn, đầu tư vốn vào nền kinh tế Việt Nam.

4.1.1.1.4. Sửa đổi một số quy định về niêm yết cổ phiếu

- Một công ty đáp ứng đủ tiêu chuẩn nên cho phép niêm yết cổ phiếu trên cả hai Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Bởi vì cả hai nơi này đang được nâng cấp, đều cùng tiêu chuẩn quản lý giám sát như nhau. Đồng thời trong tương lai gần hai nơi này được kết nối với nhau, tức là kết nối giữa hai thị trường, bao gồm cả hợp nhất hệ thống báo cáo giao dịch và yết giá giao dịch.

- Một trong số các điều kiện niêm yết của Công ty cổ phần trên Sở giao dịch chứng khoán là không có nợ quá hạn, nên chuyển thành quy định nợ quá hạn chưa được trích lập quỹ dự phòng rủi ro. Bởi vì phần đông các công ty, nhất là các NHTM cổ phần, Công ty cho thuê tài chính cổ phần,... đều có nợ quá hạn. Vấn đề là nợ quá hạn đó đã trích lập dự phòng rủi ro theo quy định và theo thông lệ quốc tế hay chưa.

- Quy định các thành viên HĐQT phải giữ 50% số cổ phiếu ít nhất là 2 năm sau khi cổ phiếu của công ty niêm yết mới được chuyển nhượng. Quy định này nên mở rộng ra cả các cổ đông lớn, cổ đông chiến lược. Đồng thời quy định này cũng nên áp dụng thống nhất với các thành viên trong Ban đại diện Quỹ đầu tư thay cho quy định hiện hành là phải giữ 100%.

- Điều kiện về vốn là phải có 30 tỷ đồng mới được thành lập Công ty quản lý quỹ là quá cao. Bởi vì đây là loại hình doanh nghiệp có hàm lượng chất xám cao, đòi hỏi tình độ tri thức cao, nếu quy định điều kiện phải có số vốn lớn sẽ làm nản lòng các doanh nhân tham gia loại hình doanh nghiệp này.

- Việc chào bán chứng khoán ra nước ngoài đồng thời với việc chào bán chứng khoán ở Việt Nam, cần áp dụng quy định tương tự đối với việc niêm yết chứng khoán ở nước ngoài. Vấn đề này cần để cho các tổ chức phát hành và tổ chức tư vấn chủ động quyết định. Cũng theo đó, việc UBCK NN yêu cầu đối với

tổ chức niêm yết ở nước ngoài không nên cao hơn các quy định trong Luật chứng khoán mà tổ chức đó đang niêm yết tại Việt Nam.

- Việc phát hành thêm cổ phiếu để trả cổ tức hay phát hành thêm cổ phiếu thưởng cho cổ đông nên đưa vào loại hình chào bán ra công chúng, bởi vì đã là công ty đại chúng thì việc phát hành thêm cổ phiếu đều do đại chúng nắm giữ.

- Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán Nhà nước dự kiến ban hành quy định mới về sử dụng quỹ thặng dư vốn. Theo đó phần thặng dư vốn do phát hành cổ phiếu cao hơn mệnh giá để thực hiện dự án đầu tư, thì công ty niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán chỉ được sử dụng để bổ sung vốn điều lệ sau 3 năm kể từ khi dự án đã hoàn thành và đi vào hoạt động, khai thác, sử dụng. Quy định trước đây chỉ yêu cầu thời gian sau 1 năm là doanh nghiệp được chia một phần quỹ thặng dư vốn này cho cổ đông, dẫn tới tình trạng doanh nghiệp chia cổ phiếu thưởng với tỷ lệ cao tới 100 – 200%, nhưng sau đó nhiều doanh nghiệp rơi vào khủng hoảng do không đáp ứng được mức chi trả cổ tức như dự kiến. Theo đề tài quy định như vậy là quá lâu, nên duy trì thời hạn như hiện nay là 1 năm.

4.1.1.1.5. Cần sớm đưa thị trường OTC vào giao dịch có tổ chức

Trong thời gian tới, thị trường OTC chắc chắn sẽ tiếp tục phát triển và sôi động ở nước ta. Sự phát triển của thị trường OTC tạo điều kiện cho các cổ phiếu đó sớm niêm yết trên thị trường chính thức và thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển. Song một vấn đề đặt ra là hành lang pháp lý cho giao dịch OTC rất yếu và thiếu, chủ yếu là Luật doanh nghiệp, Luật dân sự, các quy định về NHTM cổ phần. Vì vậy, để phòng tránh rủi ro, tránh gây ra các tranh chấp về quyền lợi cho các nhà đầu tư cổ phiếu trên thị trường OTC, cần sớm đưa vào hoạt động có hiệu quả trung tâm giao dịch cổ phiếu OTC như dự án đã đưa ra trên cơ sở tiếp thu ý kiến các chuyên gia, các công ty chứng khoán trong việc đưa đề án này ra thảo luận thời điểm đầu tháng 8-2007..

4.1.1.1.6. Cần xem xét đơn giản thủ tục cấp phép chào bán cổ phiếu ra công chúng

Xin lấy một ví dụ thực tế gần đây nhất đó là thời điểm cuối năm 2007 và đầu năm 2008 hàng loạt Ngân hàng thương mại cổ phần và doanh nghiệp phát hành cổ phiếu mới tăng vốn, một số doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá thực hiện IPO. Việc phát hành dồn dập trong thời gian ngắn tạo một khối lượng cung hàng hoá trên thị trường rất lớn, ảnh hưởng đến sự phát triển ổn định, bền vững của thị trường vốn nói chung, trong đó có thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán.

Chỉ tính riêng trong tuần cuối tháng 11 và tháng 12-2007, hàng loạt NHTM cổ phần phát hành trái phiếu và cổ phiếu tăng vốn điều lệ:

NHTM CP Sài Gòn phát hành 1.000 tỷ đồng trái phiếu. NHTM CP các doanh nghiệp ngoài quốc doanh phát hành 50 triệu cổ phiếu mệnh giá 10.000 đồng/cổ phiếu, tăng vốn điều lệ từ 1.500 tỷ đồng lên 2.000 tỷ đồng, cổ đông được mua với tỷ lệ 31%.

NHTM cổ phần quân đội (MB) cũng phát hành 45,28 triệu cổ phiếu, mệnh giá 10.000 đồng và giá bán là 15.000 đồng, tăng vốn điều lệ từ 1.547,2 tỷ đồng lên 2.000 đồng, cổ đông được mua với tỷ lệ 28%. Trước đó trong tháng 10-2007, MB vừa hoàn thành đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi có thời hạn 2 năm, cổ đông được mua với tỷ lệ 100:4, trái phiếu có mệnh giá 1,0 triệu đồng, có giá bán gấp 1,5 lần mệnh giá, huy động hơn 600 tỷ đồng.

NHTM cổ phần quốc tế (VIB) phát hành 500 tỷ đồng tăng vốn từ 1.500 tỷ đồng lên 2.000 tỷ đồng, cổ đông được mua với tỷ lệ trên 30%.

Tương tự, NHTM cổ phần các doanh nghiệp ngoài quốc doanh (VP Bank) cũng phát hành 500 tỷ đồng cổ phiếu để tăng vốn điều lệ từ 1.500 tỷ đồng lên 2.000 tỷ đồng, cổ đông hiện hữu được mua với tỷ lệ 10:3.

Cổ đông hiện hữu của NHTM CP Kỹ Thương (Techcombank) cũng được mua cổ phiếu mới với tỷ lệ 43%, thời hạn cuối cùng nộp tiền là ngày 18-12-2007, thực hiện kế hoạch tăng thêm gần 1.000 tỷ đồng vốn điều lệ.

NHTM CP Đông Á phát hành 200 tỷ đồng vốn điều lệ bán với giá gấp 6 lần mệnh giá để tăng vốn điều lệ từ 1.400 tỷ đồng lên 1.600 tỷ đồng, cổ đông phải nộp tiền cuối cùng là 31-11-2007.

NHTM cổ phần Á Châu (ACB) đấu giá 100 tỷ đồng vốn cổ phần, nếu với giá bán bình quân là 190.000 đồng/cổ phiếu, thì sẽ thu về số vốn 1.900 tỷ đồng. Hiện nay Standard Chartered Bank của Anh trả giá tới 200.000 đồng/cổ phiếu để sở hữu 30 tỷ đồng vốn điều lệ của ACB, còn lại 70 tỷ đồng được bán cho các đối tác trong nước cũng theo hình thức đấu giá. Đồng thời ACB cũng có kế hoạch phát hành hơn 1.350 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, với tỷ lệ cổ đông sở hữu 200 cổ phiếu được mua 1 trái phiếu mệnh giá 1,0 triệu đồng.

NHTM CP Sài Gòn – Hà Nội (SHB) cũng phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông với tỷ lệ được mua 1:1,4, ước tính cũng thu hút khoảng 1.000 tỷ đồng.

NHTM cổ phần Gia Định đưa ra bán đấu giá 3.638.200 cổ phiếu tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội vào ngày 19-12-2007, để tăng vốn điều lệ từ 322,6 tỷ đồng hiện nay lên gần 700 tỷ đồng.

NHTM CP phát triển nhà thành phố Hồ Chí Minh phát hành thêm 50 triệu cổ phiếu, tương đương 500 tỷ đồng, tăng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng.

Tính sơ bộ chỉ riêng các Ngân hàng thương mại cổ phần nói trên cũng thu hút khoảng 10.000 tỷ đồng vốn trên thị trường chỉ trong vòng có hơn 1 tháng từ nay đến hết năm 2007, tạo sức ép lớn trên thị trường vốn. Đó là chưa kể Vietcombank cũng IPO 1.000 tỷ đồng vốn điều lệ, nếu với giá đấu thầu bình quân là 70.000 đồng/cổ phiếu thì số vốn thu về đã là 7.000 tỷ đồng, còn nếu giá tương đương của ACB là 190.000 tỷ đồng thì thu hút khoảng 13.300 tỷ đồng.

Đối với khối doanh nghiệp cũng có hàng loạt đơn vị phát hành thêm cổ phiếu mới để tăng vốn điều lệ bằng nhiều kênh khác nhau:

Tập đoàn Hoà Phát (HPG) công bố kế hoạch chia cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 10:4. Hiện nay tập đoàn này có 132 triệu cổ phiếu niêm yết, tương đương với số vốn điều lệ 1.320 tỷ đồng, sau khi chia cổ phiếu thưởng và hoàn thành thủ tục niêm yết, sẽ có thêm 52,8 triệu cổ phiếu sẵn sàng cho giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Công ty chứng khoán Sài Gòn (SSI) công bố kế hoạch thực hiện 3 đợt phát hành cổ phiếu mới tăng vốn. Đợt 1 chia cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 2:1, thực hiện trong tháng 12-2007; đồng thời tiến hành chuyển đổi 1,66 triệu trái phiếu thành 16,6 triệu cổ phiếu phổ thông; tổng cộng sẽ có khoảng 56,4 triệu cổ phiếu SSI xuất hiện trên thị trường. Như vậy sau khi hoàn thành đợt 1, sẽ có 136 triệu cổ phiếu SSI được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

Công ty cổ phần Hoá An (DHA) cũng công bố kế hoạch chia cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 10:3, với số cổ phiếu phát hành thêm là 3,4 triệu cổ phiếu, nâng tổng số cổ phiếu lưu hành trên thị trường lên khoảng 10 triệu. Bên cạnh đó DHA cũng bán cổ phiếu mới tăng vốn cho cổ đông theo tỷ lệ 10: 2, tương ứng với 2,0 triệu cổ phiếu, với giá bán 40.000 đồng/cổ phiếu, tương đương số tiền là 80 tỷ đồng.

Công ty cổ phần khoáng sản Bình Định (BMC) chốt danh sách cổ đông vào cuối tháng 11-2007 để phát hành thêm cổ phiếu mới cho cổ đông với tỷ lệ được mua là 2:1, với giá 20.000 đồng/cổ phiếu.

Công ty cổ phần thương mại xuất nhập khẩu Thủ Đức cũng đưa ra kế hoạch phát hành 5,0 triệu cổ phiếu, tương ứng 50 tỷ đồng để tăng vốn lên 100 tỷ đồng và chia cổ tức năm 2007 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10%.

Công ty xi măng Bim Sơn (BCC) công bố kế hoạch phát hành 10 triệu cổ phiếu, trong đó bán cho cổ đông với tỷ lệ 20:1, với giá bán 20.000 đồng/cổ phiếu; và chào bán rộng rãi ra công chúng theo phương thức đấu thầu với giá khởi điểm là 35.000 đồng/cổ phiếu.

Đó là chưa kể một số doanh nghiệp bán đấu giá phần vốn nhà nước: Công ty cổ phần bến xe tàu phà Cần Thơ và Công ty cổ phần năng lượng kho ngoại quan Cawaco,...Hàng loạt doanh nghiệp khác IPO và hàng loạt doanh nghiệp khác phát hành cổ phiếu mới tăng vốn điều lệ, như Công ty TNHH một thành viên chế tạo máy TKV,... Tổng số vốn của 2 kênh này dự kiến thu hút cũng lên tới 7.000 – 10.000 tỷ đồng.

Tình hình trên tác động lớn đến hoạt động của thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán cụ thể như sau:

Đối với thị trường tiền tệ đang nóng rồi lại càng nóng hơn. Lãi suất thị trường liên ngân hàng liên tục tăng, cao hơn hoặc tương đương với lãi suất cho vay, buộc Ngân hàng Nhà nước phải mua vào tín phiếu, cung ứng hàng chục nghìn tỷ đồng cho các Ngân hàng thương mại để can thiệp lãi suất trên thị trường. Các Ngân hàng thương mại phải thực hiện nhiều biện pháp khác nhau, tăng cường khuyến mại, đẩy mạnh huy động vốn. Mỗi đợt tăng vốn dồn dập, để có đủ tiền mua cổ phiếu tăng vốn và mua trái phiếu chuyển đổi, cổ đông phải thực hiện theo bốn phương thức sau:

Một là, rút tiền gửi trên tài khoản tiền gửi, đặc biệt là cổ đông là tổ chức.

Hai là, vay tiền ngân hàng dưới các hình thức khác nhau, nhưng chắc chắn là ẩn danh dưới hình thức đầu tư dự án, đầu tư kinh doanh dịch vụ, đầu tư bất động sản, tiêu dùng,...

Ba là, rút tiền gửi tiết kiệm tại các ngân hàng.

Bốn là tiền của cổ đông là người Việt Nam ở nước ngoài chuyển về; tiền của các cổ đông là nhà đầu tư nước ngoài chuyển đến; tiền của người Việt Nam ở

nước ngoài gửi về cho thân nhân trong nước. Các nguồn tiền nói trên đều là ngoại tệ phải chuyển đổi sang nội tệ, chủ yếu là qua kênh ngân hàng.

Như vậy tất cả 4 kênh nói trên đều tạo áp lực lớn đến nguồn vốn của các Ngân hàng thương mại. Tất nhiên nguồn vốn cổ phần nói trên sẽ được quay trở lại thành vốn chủ sở hữu, một phần quay trở lại thành vốn tiền gửi tại ngân hàng, nhưng có độ trễ ít nhất là 1 tháng, song không được quay lại đủ 100% số vốn rút ra hay vốn vay và không được sử dụng với tỷ lệ cao sau khi vốn quay trở lại.

Đối với thị trường chứng khoán, kể cả thị trường chính thức và thị trường OTC sẽ có khối lượng cung hàng hoá rất lớn. Bên cạnh đó để có tiền nộp, cổ đông hay nhà đầu tư phải “ xả hàng” ra thị trường, càng đẩy cung tăng mạnh. Trong bối cảnh hiện nay không ít người lo ngại thị trường sẽ bị” bội thực “ cổ phiếu. Khi mà chỉ số trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm chứng khoán Hà Nội đang giảm thấp, thị trường OTC ảm đạm thì tình hình đó rõ ràng là khó có thể đem lại tương lai sáng sủa gì cho chỉ số trên thị trường. Đặc biệt là cầu chứng khoán bị khống chế nguồn vốn từ kênh tín dụng ngân hàng, nên rõ ràng là sự tác động như thế nào có thể nhìn thấy rõ. Từ đó rõ ràng là tác động đến tình hình IPO của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá.

Diễn biến nói trên đặt ra vấn đề lớn nhất là về quản lý nhà nước của Uỷ ban chứng khoán nhà nước. Bởi vì kế hoạch tăng vốn nói trên của các Ngân hàng thương mại cũng như của các doanh nghiệp cổ phần hầu hết được Đại hội cổ đông thông qua từ đầu năm. Song với nhiều thủ tục và quá trình xem xét, cấp phép, chấp thuận kéo dài tới vài tháng của Uỷ ban chứng khoán Nhà nước, tạo sự dồn ép vào cuối năm, gây khó khăn cho các cổ đông và các đơn vị phát hành, tác động thiếu tích cực đến thị trường và kế hoạch cổ phần hoá. Đây là vấn đề cần được chỉnh sửa sớm.

4.1.1.2. Hoàn chỉnh chính sách phát triển thị trường vốn Việt Nam

Bộ tài chính, Uỷ ban chứng khoán Nhà nước và các cơ quan có liên quan

cần sớm hoàn chỉnh khung pháp lý và chính sách phát triển thị trường.

UBCKNN cần sớm hoàn thành xây dựng Nghị định về phát hành riêng lẻ, xây dựng các quy chế về giao dịch, công bố thông tin của Công ty đại chúng chưa niêm yết, nghiên cứu triển khai từng bước việc mở tài khoản ký quỹ, tập trung nghiên cứu các sản phẩm phái sinh và áp dụng nghiệp vụ quyền chọn (option) trước. Về quy chế hướng dẫn đối với NĐTNN; tinh thần của quy chế này là tăng cường công khai minh bạch, coi đây là cơ hội để huy động vốn đầu tư nước ngoài cho phát triển. UBCKNN cũng cần tập trung xây dựng thống nhất các quy định về tỷ lệ sở hữu, xác định đối tượng NĐTNN đối với CK niêm yết, chưa niêm yết, DN CPH, các quỹ đầu tư và vấn đề góp vốn của bên nước ngoài. Hiện tại còn một số quy chế cần hoàn chỉnh và ban hành như quy chế về quỹ nước ngoài, quy chế về công ty đầu tư CK, quy chế về người hành nghề ... Một đề án quan trọng nữa là xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu (TP) chuyên biệt. Khi quy mô thị trường phát triển thì thị trường TP đóng một vai trò hết sức quan trọng trong cơ cấu TTCK. Nếu chúng ta muốn giữ được dòng vốn nước ngoài ở VN thì phải phát triển thị trường TP vì khi CP sụt giảm, dòng vốn sẽ chuyển sang thị trường TP chứ các nhà đầu tư nước ngoài không rút vốn ra khỏi VN, tránh gây ra khủng hoảng tài chính. Ngoài ra khi đẳng cấp TTCK nâng lên, tổ chức đầu tư lớn rất quan tâm đến thị trường TP và luồng vốn nước ngoài vào sẽ phụ thuộc vào thị trường này.

Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán nhà nước và các cơ quan có liên quan cần phải tăng tính hấp dẫn của thị trường bằng cách làm hàng hoá phong phú hơn. Một trong những biện pháp cần được chú ý là thúc đẩy các NHTM lên niêm yết. CP của các NHTM luôn giành được sự quan tâm đặc biệt trong danh mục đầu tư của các định chế tài chính nước ngoài. Hiện tại thị trường niêm yết mới có 2 CP NHTM, đó là ACB và Sacombank (STB), theo đề tài nếu mỗi năm có thêm 4 - 5 NHTM niêm yết cổ phiếu trên Thị trường chứng khoán thì thị trường sẽ sôi động hơn rất nhiều. Ngoài ra, cũng cần tạo cơ hội cho NĐTNN tham gia hơn nữa vào khu vực NHTM bằng cách kiến nghị Chính phủ tăng tỷ lệ sở hữu của nhóm

này lên thêm từ 5 - 7%, hoặc tăng thêm 10% - 15%. Thực tế, tỷ lệ sở hữu 35-37% trong khu vực NHTM không có sự khác biệt lớn nào so với tỷ lệ 30%, nếu tăng lên 40% - 45% thì các nhà đầu tư nước ngoài chưa thể chi phối được NHTM vì Việt Nam vẫn sở hữu tỷ lệ lớn. Hiện tại cơ cấu sở hữu trong tổng số 30% cũng đã phần lớn nằm trong tay các NĐT chiến lược. Do đó các CP NHTM trên thị trường hầu như không có giao dịch đối với NĐTNN. Việc nâng tỷ lệ sở hữu lên đồng nghĩa với việc tăng tỷ lệ huy động vốn từ nguồn vốn ngoại, đồng thời tăng cổ đông tổ chức trong các NHTM.

UBCKNN cũng cần khẩn trương hoàn thành dự thảo thông tư hướng dẫn về giao dịch điện tử trong lĩnh vực CK. Với phương pháp giao dịch này, liệu NĐTNN ngoài biên giới có thuận lợi hơn trong việc tham gia TTCKNVN.

- Việc giao dịch CK online là một thông lệ quốc tế và là phương thức tiên tiến, ít tốn kém nhất. Theo đề tài, trong cơ chế giao dịch điện tử phải làm sao để thủ tục gia nhập thị trường của NĐTNN ngoài biên giới đơn giản hơn, theo thông lệ quốc tế. Hiện tại NĐTNN muốn tham gia giao dịch tại thị trường VN phải vào VN mở tài khoản, chứ chưa cho mở tài khoản online. Ngoài ra, còn liên quan đến vấn đề đặt lệnh giao dịch, chuyển tiền ... Hiện các giao dịch trực tuyến của CTCK nói đúng nghĩa vẫn là phương pháp bán tự động. Nếu kênh giao dịch điện tử được hoàn chỉnh, an toàn thì NĐTNN không nhất thiết phải vào VN mới có thể tham gia thị trường. Điều này sẽ hứa hẹn sự gia tăng mạnh mẽ nguồn vốn gián tiếp.

Liên quan đến vấn đề xác định tỷ lệ sở hữu, hiện vẫn còn nhiều băn khoăn trong việc xác định thế nào là NĐTNN. Với những DN, Công ty đầu tư được thành lập tại VN, nhưng 100% vốn nước ngoài thì có được coi là NĐTNN hay không?

- Việc xác định tiêu chí thế nào là NĐTNN cũng cần linh hoạt theo hướng khuyến khích dòng vốn đầu tư dài hạn của NĐTNN cũng cần linh hoạt theo hướng khuyến khích thành lập các Công ty đầu tư, quỹ đầu tư, Công ty quản lý quỹ tại VN, theo pháp luật VN và nên coi họ như NĐTNN. Thực ra đây là thông

lệ tại hầu hết các nước. Theo đề tài, nếu mở cách này sẽ khuyến khích dòng vốn nước ngoài vào nhiều hơn và bền vững hơn. Khi họ thành lập DN tại chỗ tức là cam kết đầu tư dài hạn.

Thị trường vốn năm 2007 đã chứng kiến tiềm năng rất lớn của nguồn vốn nhàn rỗi. Tuy nhiên, hiện tại một phần rất lớn của luồng vốn này đang tập trung vào hoạt động đầu cơ BĐS. Hoạt động này có những ảnh hưởng lớn tới thị trường vốn.

- Thực tế các nước đều cho thấy cần có những chính sách để điều khiển luồng vốn chảy vào những nơi cần thiết, có lợi cho nền kinh tế. Hoạt động đầu cơ đất đai, nhà ở, chung cư cao cấp như trong thời gian qua cần được kiểm soát. Để thực hiện mục tiêu này, Bộ tài chính và cơ quan có liên quan cần nhanh chóng cho ra đời Luật thuế tài sản. Đây là luật thuế kiểm soát hoạt động đầu cơ đất đai, đảm bảo phát triển ổn định thị trường BĐS và điều chỉnh dòng vốn nhàn rỗi đi vào sản xuất kinh doanh, vào TTCK chứ không tạo thành làn sóng đầu cơ đất. Chẳng hạn với nhiều quốc gia trong khu vực như Trung Quốc, Hàn Quốc lãi suất tiết kiệm được duy trì mức thấp trong khi thuế kinh doanh BĐS rất cao, từ đó đẩy luồng vốn vào TTCK. Hiện tại ở VN, các luồng vốn vẫn chưa được khuyến khích chảy vào TTCK.

Trong thời gian tới dự báo sẽ có nhiều đợt IPO khổng lồ. Việc IPO những DN lớn là tạo thêm hàng hoá chất lượng cho thị trường. Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước phối hợp với các cơ quan có liên quan cần có những cách thức mới trong việc IPO để vừa đảm bảo cam kết giới đầu tư, vừa để các đợt IPO lớn ổn định hơn và không tạo ra sức ép về cung hàng hoá cho thị trường trong từng thời điểm. Chẳng hạn với kinh nghiệm của Vietcombank, quy trình CPH có thể thay đổi: Trước hết để tạo giá khoảng 2-3% cho riêng NĐTNN, sau đó bán cho đối tác chiến lược và sau cùng mới đến NĐT trong nước. Lúc đó giá tham chiếu rất ổn định và có cơ sở. Thậm chí, nếu thị trường có chiều hướng chờ khi thị trường tốt mới thực hiện IPO. Nhìn chung, có nhiều biện pháp để thực hiện IPO mà không ảnh hưởng sốc đến cung cầu.

4.1.1.3. Chính phủ cần có biện pháp phát triển ổn định thị trường chứng khoán

Giữa các thị trường: thị trường tín dụng, thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, thị trường hàng hoá,...có mối quan hệ chặt chẽ và liên thông với nhau. Song việc NHNN ngăn chặn việc lưu thông vốn giữa thị trường tín dụng và thị trường chứng khoán bằng biện pháp hành chính đã ngay lập tức tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Ngay từ giữa tháng 6-2007, thị trường chứng khoán đã bị điều chỉnh sâu, một loạt chứng khoán giảm giá. Chỉ số chứng khoán trên của hai Trung tâm giao dịch chứng khoán sụt giảm mạnh. Thị trường OTC bị đóng băng.

Tại Trung Quốc, Chính phủ và trực tiếp là Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc cũng có một số quyết định điều chỉnh khác theo hướng thắt chặt tiền tệ nhằm hạn chế sự tăng trưởng nóng của nền kinh tế, tác động gián tiếp kiềm chế sự tăng trưởng nóng của thị trường chứng khoán nước này, chứ không sử dụng biện pháp hành chính can thiệp trực tiếp. Theo đó tại thời điểm trung tuần tháng 5-2007, tỷ lệ dự trữ bắt buộc các ngân hàng thương mại phải nộp tại Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc tăng thêm 0,5% lên tỷ lệ 11,5%. Cũng ở thời điểm trung tuần tháng 5-2007, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã quyết định điều chỉnh lãi suất tiền gửi tăng thêm 0,27% lên mức 3,06%/năm, lãi suất cho vay tăng thêm 0,18% lên mức 6,57%/năm. Tiếp đến cuối tháng 7-2007, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc lại quyết định tăng lãi suất lần thứ hai trong năm. Theo đó lãi suất tiền gửi Nhân dân tệ kỳ hạn 1 năm tăng từ 3,06%/năm lên 3,33%/năm, lãi suất cho vay bằng Nhân dân tệ cũng kỳ hạn 1 năm tăng từ 6,57%/năm lên 6,84%/năm. Đồng thời cũng tại thời điểm cuối tháng 7-2007, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc tiếp tục điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm 0,5% so với trước đó, lên 12%, bắt đầu có hiệu lực thực hiện từ ngày 15-8-2007. Đây là lần thứ 6 Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Chính phủ Trung Quốc cũng quyết định giảm mạnh tỷ lệ thuế thu nhập đánh vào lãi suất tiết kiệm từ 20% xuống còn 5,0%, cũng thực hiện từ ngày 15-8-2007, nhằm khuyến khích người dân gửi tiền tiết kiệm, tác động giảm nguồn tiền này đầu tư vào chứng khoán; bên cạnh đó

tăng cao lãi suất cho vay để hạn chế việc vay vốn đầu tư vào chứng khoán. Ngày 10-9-2007, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 12% lên 12,5%, có hiệu lực thi hành từ ngày 25-9-2007. Đây là đợt tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lần thứ 7 trong năm 2007.

Đến ngày 22-8-2007, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc lại quyết định tăng lãi suất tiền gửi từ 3,33%/năm lên 3,60%/năm và quyết định tăng lãi suất cho vay từ 6,84%/năm lên 7,02%/năm. Đây là đợt tăng lãi suất lần thứ 4 kể từ đầu năm 2007 đến nay; đồng thời bỏ ngỏ khả năng tiếp tục tăng lãi suất từ nay đến cuối năm 2007.

Không chỉ Trung Quốc mà Cục dự trữ liên bang Mỹ – FED cũng có những hành động tương tự trong điều diễn biến kinh tế vĩ mô, diễn biến thị trường chứng khoán của Mỹ. Ngày 20-8-2007, FED cắt giảm lãi suất chiết khấu, lãi suất cho vay của FED đối với các Ngân hàng từ mức 6,25%/năm, xuống còn 5,75%/năm; ngày 18-9-2007, tiếp tục cắt giảm từ mức 5,75%/năm xuống còn 5,25%/năm. Đồng thời cũng trong ngày 18-9-2007, FED cắt giảm lãi suất chủ đạo từ mức 5,25%/năm xuống còn 4,75%/năm được duy trì trong suốt 1 năm qua. Bình luận về động thái cắt giảm lãi suất của FED, hãng tin tài chính Bloomberg bình luận: “ Việc FED cắt giảm 0,5% lãi suất làm bất ngờ các nhà kinh tế và làm khuấy động Thị trường chứng khoán với mức tăng nhảy vọt chưa từng thấy trong suốt 4 năm qua”.

Để khắc phục những bất hợp lý của Chỉ thị 03, tháng 3-2008, Thống đốc NHNN ban hành quyết định 03 thay thế Chỉ thị nói trên. Tuy nhiên quy định còn có tính chất bó hẹp hơn quy định trước đây, bởi vậy Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần thiết phải sửa đổi bổ sung, quy định hiện hành về cho vay vốn đầu tư chứng khoán.

Về phía các nhà đầu tư, cần bình tĩnh, chủ động phân tích và lựa chọn thông tin để có hướng đầu tư của mình, tránh bị tác động nhất thời của những công bố thiếu tính thuyết phục.

Chính phủ, Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước cũng cần có những biện pháp cụ thể để giảm thiểu những tác động tiêu cực, tạo sự phát triển ổn định của thị trường chứng khoán. Ủy ban chứng khoán nhà nước tăng cường các biện pháp thanh tra, giám sát và xử phạt thật nặng, thật nghiêm túc các vi phạm trong giao dịch chứng khoán và các vấn đề có liên quan thực hiện Luật chứng khoán.

Trong khoảng thời gian từ tháng 8-2007 đến tháng 6-2008 trước sự sụt giảm và để cứu nguy sự sụt giảm của thị trường chứng khoán toàn cầu, NHTW các nền kinh tế lớn trên thế giới đã bơm thêm vào hệ thống Ngân hàng thương mại trên 328 tỷ USD. Trong đó Ngân hàng Trung ương châu Âu - ECB bơm ra 95 tỷ EURO trong ngày 9-8 và ngày 10-8 bơm tiếp ra 62 tỷ EURO, cao hơn nhiều con số bơm ra khi xảy ra cuộc khủng bố ngày 11-9-2001. Trong ngày 9-8-2007, Cục dự trữ liên bang Mỹ – FED bơm ra 34 tỷ USD và trong ngày 10-8-2007 thực hiện 3 lần bơm can thiệp 38 tỷ USD. NHTW Canada, Australia, Nhật Bản,... cũng bơm hàng chục tỷ USD vào các NHTM. NHTW một số nước trong khu vực, như: Thailand, Indonesia, Philippines, Hàn Quốc,... cũng sẵn sàng chủ động đối phó trong tình huống tương tự.

Tất nhiên thị trường chứng khoán Việt Nam còn quá nhỏ bé và chưa có sự liên thông với thị trường chứng khoán toàn cầu, nên ảnh hưởng của thị trường chứng khoán quốc tế, cũng như những can thiệp nói trên chưa tác động đến Việt Nam. Song đó cũng là những bài học kinh nghiệm cần tham khảo trong việc NHTW và Bộ tài chính giữ vai trò ổn định sự phát triển của Thị trường chứng khoán.

Xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ theo hướng thị trường chuyên biệt, tách khỏi thị trường cổ phiếu. Thị trường trái phiếu chuyên biệt này với nòng cốt là sự tham gia của các công ty chứng khoán, các tổ chức phát hành trái phiếu, như: các Ngân hàng thương mại, Công ty bảo hiểm. Đồng thời thực hiện chuẩn hoá các nghiệp vụ giao dịch “ Repo”, “hoán đổi” đối với trái phiếu, nhằm tạo tính thanh khoản cho thị trường trái phiếu.

Đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát hoạt động trên thị trường chứng khoán, đảm bảo tính tuân thủ, công khai, minh bạch chống các hành vi gian dối, lũng đoạn, làm giá, thao túng,... thị trường. Thực hiện các cam kết về lĩnh vực chứng khoán theo Hiệp định thương mại Việt Mỹ và cam kết gia nhập WTO.

4.1.2. Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ

4.1.2.1. Tăng tần suất giao dịch trên thị trường mở

Hiện nay, tần suất giao dịch thị trường mở là hàng ngày, nhưng vẫn chưa đáp ứng được đầy đủ nhu cầu của thị trường, nhất là vào những thời kỳ mà nhu cầu vốn của hệ thống ngân hàng tăng nhanh. Chính vì vậy, việc gia tăng tần suất giao dịch của thị trường mở là hết sức cần thiết để tăng cường khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng thêm mức độ can thiệp của NHNN đến thị trường.

4.1.2.2. Đa dạng hoá thời hạn và tăng khối lượng phát hành của tín phiếu NHNN

NHNN cần phối hợp với Bộ Tài chính trong việc phát hành các loại GTCG như tín phiếu NHNN, tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc....sao cho các kỳ hạn phát hành đủ nhiều, gồm từ thời hạn 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng đến các kỳ hạn dài hơn như 18 tháng, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 10 năm.....

4.1.2.3. Bổ sung thêm hàng hoá giao dịch trên thị trường mở

Để hoạt động trên thị trường thực sự sôi động thì một trong những điều kiện cần thiết là phải bổ sung thêm các loại hàng hoá cho thị trường. Vì vậy, trong thời gian tới, NHNN cần xem xét bổ sung thêm các loại GTCG được phép giao dịch trên thị trường mở.

Việc đa dạng hoá hàng hoá giao dịch trên thị trường mở sẽ thúc đẩy các NHTM đầu tư vào các GTCG này, từ đó tăng thêm tính thanh khoản của các GTCG này và thúc đẩy sự phát triển của thị trường mua bán trái phiếu.

4.1.2.4. Đa dạng hoá các kỳ hạn giao dịch và tiến tới giao dịch nhiều kỳ hạn trong một phiên

Để tạo điều kiện thuận lợi cho các thành viên trong việc lựa chọn kỳ hạn

giao dịch, NHNN cần đa dạng hoá hơn nữa các kỳ hạn giao dịch trong một phiên giao dịch. Trong thời gian trước mắt, NHNN có thể áp dụng 2 kỳ hạn giao dịch trong một phiên. Việc áp dụng nhiều kỳ hạn trong một phiên sẽ cho phép các thành viên có thêm sự lựa chọn phù hợp với dự báo nhu cầu vốn của họ. Qua đó, sẽ tạo thêm cơ hội và tăng sự hấp dẫn của thị trường mở đối với các thành viên.

NHNN cần phân bổ hợp lý các kỳ hạn giao dịch. Trong thời gian chưa triển khai được việc đa dạng kỳ hạn giao dịch trong một phiên, NHNN cần phân bổ kỳ hạn hợp lý nhằm tránh tình trạng các thành viên phải dồn trả nhiều hợp đồng vào cùng một ngày hoặc vào các ngày quá gần nhau làm ảnh hưởng đến khả năng thanh khoản của họ, ví dụ hợp đồng 30 ngày và hợp đồng 15 ngày đáo hạn cùng một thời điểm.

4.1.2.5. Hoàn thiện các quy định lưu ký giấy tờ có giá tại Ngân hàng Nhà nước

Phần mềm lưu ký GTCG phải cho phép nối mạng giữa NHNN, các thành viên thị trường và các tổ chức lưu ký. Khi các TCTD có nhu cầu giao dịch với NHNN thì việc giao nhận GTCG cần được thực hiện nhanh chóng. Các GTCG đang lưu ký tại các tổ chức lưu ký như Trung tâm giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký chứng khoán, các công ty chứng khoán có thể nhanh chóng được chuyển vào tài khoản lưu ký GTCG này để thực hiện các giao dịch với các TCTD.

4.1.2.6. Cải tiến, nâng cấp và hoàn thiện hạ tầng công nghệ của thị trường tiền tệ

- Tiếp tục nâng cấp và đồng bộ hoá các trang thiết bị phần cứng, hoàn thiện chương trình phần mềm ứng dụng một cách nhanh chóng, thông suốt, đáp ứng yêu cầu phát triển của nghiệp vụ này;

- NHNN cũng cần tăng cường an ninh trên mạng máy tính, nhất là với các thông tin mang tính nhạy cảm của NHNN. Đến nay, mặc dù chưa để xảy ra trường hợp thông tin bị lấy cắp hay can thiệp trái phép trên đường truyền nhưng không vì thế mà công tác an ninh mạng có thể lơ là. Bên cạnh việc sử dụng các tính năng bảo mật của các phần mềm thì NHNN cần trang bị các thiết bị an ninh

mạng chuyên dụng và tăng cường nhân lực về công nghệ thông tin để đảm bảo an toàn, bảo mật các thông tin trong giao dịch thị trường mở, đảm bảo mạng máy tính hoạt động thông suốt, an toàn, phát hiện và xử lý kịp thời các truy nhập, can thiệp trái phép vào hệ thống.

4.1.2.7. Tăng cường công tác tuyên truyền phổ biến, thông tin rộng rãi về OMO để thu hút thêm các TCTD tham gia thị trường mở

Mở rộng hệ thống công nghệ thông tin OMO từ chỗ chỉ là nơi thuận tiện thực hiện các giao dịch mua bán GTCG phát triển thành công thông tin của thị trường tiền tệ như thông tin về nhu cầu vốn khả dụng, nhu cầu mua bán GTCG của các TCTD, thông tin về khối lượng GTCG do NHNN và Bộ Tài chính phát hành, khối lượng GTCG do NHNN và các TCTD nắm giữ.

Bên cạnh đó, các TCTD cũng cần quan tâm hơn nữa đến các tín hiệu và cảnh báo của NHNN trên thị trường tiền tệ để có những biện pháp điều chỉnh kịp thời nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động.

4.1.2.8. Nâng cao năng lực cán bộ xây dựng và điều hành nghiệp vụ thị trường mở

Theo kinh nghiệm của các quốc gia điều hành thành công CSTT thì năng lực và kinh nghiệm của các cán bộ xây dựng và điều hành thành công CSTT được đặc biệt chú trọng. Tại một số quốc gia, như Mỹ, Hội đồng lãnh đạo NHTW có nhiệm kỳ làm việc rất dài. Chế độ đãi ngộ đối với cán bộ NHTW cao hơn chế độ thông thường.

NHNN và các ngân hàng cần phải thường xuyên đào tạo và đào tạo lại đội ngũ cán bộ quản lý ngân hàng, cán bộ nghiệp vụ. Chương trình đào tạo cần phải được chuẩn hoá và phù hợp với yêu cầu, xu thế phát triển của hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đào tạo lý thuyết cơ bản thì cũng cần tiến hành các khoá học ở trong nước và nước ngoài.

4.1.2.9. Mở rộng các thành viên thị trường mở

Theo đó, các tổ chức như Quỹ Hỗ trợ phát triển, Kho bạc Nhà nước, Quỹ Bảo hiểm xã hội, Công ty tiết kiệm bưu điện.....sẽ được chấp thuận là thành viên

của thị trường mở.

4.1.2.10. Công nhận chữ ký điện tử trong các giao dịch thị trường mở

NHNN cần chấp nhận sử dụng các chữ ký điện tử của lãnh đạo TCTD hoặc những người được uỷ quyền trong các giao dịch này. Để thực hiện được điều này, NHNN cần bổ sung quy định về việc sử dụng chữ ký điện tử trong các giao dịch tiền tệ với NHNN và chấp nhận hoàn toàn chữ ký điện tử trong các giao dịch thị trường mở. Các TCTD cần thông báo và đăng ký các chữ ký của những người chịu trách nhiệm thực hiện các giao dịch thị trường mở với NHNN. Bên cạnh đó, NHNN cũng cần tăng cường công tác bảo mật chữ ký điện tử và an ninh mạng nhằm tránh trường hợp các chữ ký này bị sử dụng ngoài ý muốn của TCTD và các hoạt động thị trường mở bị can thiệp bất hợp pháp.

Kết luận

Đối với các nước có nền kinh tế phát triển, thị trường chứng khoán ở trình độ cao, thì vốn đầu tư của doanh nghiệp chủ yếu được huy động trên thị trường chứng khoán. Ở nước ta trong nhiều năm qua, thị trường chứng khoán còn ở giai đoạn sơ khai, nên vốn đầu tư của doanh nghiệp, nhất là vốn đầu tư trung dài hạn, chủ yếu là vay vốn tín dụng các ngân hàng thương mại. Nhưng hiện nay tốc độ phát triển nhanh của thị trường chứng khoán, với việc tiếp tục đẩy nhanh tiến độ cổ phần hoá,... sẽ giảm áp lực cung ứng vốn tín dụng cho các nhu cầu đầu tư của các thành phần kinh tế, đồng thời thúc đẩy nhanh hơn nữa tiến trình cơ cấu lại các doanh nghiệp Nhà nước. Thị trường này phát triển cũng thúc đẩy tiến trình tiếp tục đổi mới mạnh mẽ hệ thống Ngân hàng Việt Nam theo hướng đa dạng và nâng cao chất lượng dịch vụ. Cả hai lĩnh vực này đều thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh và bền vững.

Đến nay có thể khẳng định, mục tiêu cơ bản được Đảng và Chính phủ đề ra là thiết lập và đưa vào hoạt động một TTCK có tổ chức từ thấp đến cao phù hợp với thực tế nền kinh tế Việt Nam, từng bước hoàn thiện và phát triển thị trường này đã đạt được những thành công quan trọng. Mặc dù trong hơn năm

qua, thị trường chứng khoán Việt Nam có những bước phát triển thăng trầm qua diễn biến của chỉ số VN - Index, nhưng đó là một tất yếu, song chưa có bất cứ một sự hỗn loạn, đổ vỡ nào trên TTCK như đã từng xảy ra ở một số nước trong khu vực khi TTCK của họ ở giai đoạn đầu. Bên cạnh đó, những định hướng hoàn thiện khung pháp lý và chính sách khuyến khích tham gia thị trường, phát triển hàng hoá và mở rộng phạm vi thị trường giao dịch chứng khoán càng cho thấy sự phát triển mạnh, ổn định của TTCK nước ta trong thời gian tới. Bên cạnh đó là hoạt động kinh doanh, cung cấp dịch vụ và đầu tư của các tổ chức tham gia thị trường, của các NHTM, Công ty kinh doanh chứng khoán,... ngày càng tiến tới tính chuyên nghiệp hơn, góp phần cho sự phát triển của TTCK trong tương lai.

Tới đây một loạt cổ phiếu của các doanh nghiệp có quy mô lớn, thuộc các ngành hấp dẫn và đang được giao dịch với mức giá cao trên thị trường OTC, sẽ chuyển sang niêm yết trên hai Trung tâm giao dịch chứng khoán, như: Ngân hàng thương mại cổ phần, Vinaphone, Bảo Việt, cao su Dầu Tiếng, một số công ty cổ phần thuộc lĩnh vực hàng không, điện lực; các Công ty chứng khoán,... thì thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ có bước phát triển vượt bậc mới. Nhiều dự báo cho rằng, trong vòng 4 năm tới, giá trị các loại cổ phiếu và trái phiếu niêm yết của Thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ chiếm tới 50% GDP.

Theo khảo sát của các chuyên gia thuộc tập đoàn ngân hàng HSBC cho thấy, trong năm 2005, chỉ số P/E trung bình (giá cổ phiếu trên lợi nhuận càng thấp, giá chứng khoán càng rẻ) của chứng khoán Ấn Độ là 19, Trung Quốc là 16 và Việt Nam là 15; chỉ số tương ứng của năm 2006 tính đến 22-11-2006 của Ấn Độ là 30, Trung Quốc 25 và Việt Nam là 22. Song theo Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, thì chỉ số P/E của Việt Nam thời điểm cuối tháng 12-2006 đang ở mức 38,17, so với bình quân 10 – 17 của nhiều thị trường chứng khoán trong khu vực. Sự khác biệt về thông tin này cần có sự kiểm chứng lại. Nhưng khi thông tin này của Trung tâm chứng khoán thành phố Hồ

Chỉ Minh được công bố thì chỉ số VN – Index trong ngày 21-12-2006 lập tức đã giảm tới 30 điểm, từ 809 điểm xuống còn 779 điểm....Song trong quý I - 2008, chỉ số chứng khoán Việt Nam giảm lớn nhất trong số 90 chỉ số trên thị trường chứng khoán thế giới. Ngày 26-3-2008 VN – Index xuống còn 496,54 điểm và HaSTC – Index xuống còn 166,57 điểm, thấp nhất kể từ quý III năm 2006. Trước tình hình đó Ủy ban chứng khoán Nhà nước quyết định tạm thời thu hẹp biên độ giao dịch chứng khoán từ 7% xuống còn 2% đối với sàn Hà Nội và 1% đối với sàn thành phố Hồ Chí Minh. Đồng thời NHNN chỉ đạo các NHTM NN và kêu gọi các NHTM CP ngừng giải chấp chứng khoán, cổ phiếu đang cầm cố. Ủy ban chứng khoán Nhà nước cũng yêu cầu các Công ty chứng khoán ngừng giải chấp cổ phiếu, thanh lý hợp đồng Repo cổ phiếu. Tiếp đến do chỉ số chứng khoán trên 2 sàn liên tục tăng điểm, tăng kịch trần trong biên độ chật hẹp, nên từ ngày 7-4-2008 biên độ giao dịch chứng khoán lại tiếp tục được nới rộng lên 3% đối với sàn Hà Nội và 2% đối với sàn thành phố Hồ Chí Minh. Sau đó từ ngày 9-4-2008 chỉ số trên hai Sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam lại trên đà đi xuống, tình trạng bán tháo cổ phiếu đối với các nhà đầu tư trong nước vẫn diễn ra ở mức độ lớn, trong khi đó các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục “ gom hàng” đẩy mạnh mua vào các loại cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và trái phiếu,... Nhìn chung thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn trong xu thế trời sập bất thường.

Tại Trung Quốc tỷ lệ cổ phiếu các nhà đầu tư nước ngoài được nắm giữ tại một doanh nghiệp niêm yết tối đa không quá 30% trong khi đó của Việt Nam là 49%. Do đó đây cũng là một sự hấp dẫn lớn của thị trường chứng khoán Việt Nam đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Bởi vậy, tới đây số lượng cổ phiếu, quy mô và tiềm năng các doanh nghiệp niêm yết sẽ lớn hơn và tăng nhanh, số vốn các nhà đầu tư nước ngoài bỏ vào thị trường chứng khoán Việt Nam cũng sẽ tăng lên gấp bội. Vì vậy Ủy ban chứng khoán Nhà nước, Bộ tài chính, NHNN Việt Nam cần rút kinh nghiệm bài học về phát triển thị trường chứng khoán trong thời

gian qua để chủ động có biện pháp bảo đảm sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán Việt Nam.

4.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

4.2.1. Định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

Sau hơn 20 đổi mới, nền kinh tế Việt Nam đã đạt được những kết quả tích cực: tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm bình quân đạt trên 7%, lạm phát được đẩy lùi, đời sống nhân dân từng bước được cải thiện, nền kinh tế bắt đầu có tích lũy cho đầu tư phát triển. Tuy nhiên để thực hiện thành công sự nghiệp công nghiệp hóa - hiện đại hóa đất nước, phấn đấu đưa nước ta đến năm 2020 cơ bản trở thành nước công nghiệp, đảm bảo mức tăng trưởng GDP ở mức 9 - 10%/năm, chúng ta phải hướng vào giải quyết quan hệ có tính chất nhân quả giữa tiết kiệm - đầu tư - tăng trưởng.

Trước những đòi hỏi bức xúc từ nhu cầu nguồn vốn trung dài hạn cho tăng trưởng kinh tế bền vững, việc phát triển thị trường tài chính cũng như các định chế trung gian tài chính là yêu cầu tất yếu nhằm huy động và lưu chuyển các nguồn vốn một cách kịp thời và hiệu quả. Trong các Quyết định của Thủ tướng Chính phủ: Quyết định số 112/2006/QĐ-TTg phê duyệt đề án phát triển ngành ngân hàng đến năm 2010 và tầm nhìn 2020, Quyết định số 175/2003/QĐ-TTg, phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường bảo hiểm Việt Nam năm 2003 - 2010, Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010 thì định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam tới có thể khái quát lại như sau:

- *Đối với các tổ chức tín dụng*: Cải cách triệt để và phát triển hệ thống các tổ chức tín dụng theo hướng đa năng, hiện đại, đa dạng về sở hữu và loại hình tổ chức, có quy mô lớn và hoạt động theo nguyên tắc thị trường với mục tiêu chủ yếu là lợi nhuận, áp dụng các thông lệ và chuẩn mực quốc tế vào hoạt động kinh doanh ngân hàng. Đồng thời cơ cấu lại hệ thống ngân hàng thương mại, tách bạch tín dụng chính sách và tín dụng thương mại, bảo đảm quyền kinh doanh của các tổ chức tài chính nước ngoài theo cam kết song phương và đa phương đã ký

kết với các nước và các tổ chức quốc tế, gắn cải cách ngân hàng và cải cách doanh nghiệp.

- *Đối với các công ty bảo hiểm*: Tiếp tục củng cố và sắp xếp các doanh nghiệp bảo hiểm trong nước hiện có, bảo đảm nâng cao năng lực kinh doanh, phát triển các sản phẩm bảo hiểm, mở rộng thị phần, thị trường. Đồng thời cho phép các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài mở rộng nội dung phạm vi hoạt động, tăng vốn điều lệ, nếu đủ điều kiện theo quy định của pháp luật. Ngoài ra, khuyến khích các doanh nghiệp bảo hiểm hiện đại hóa công nghệ quản lý kinh doanh, đào tạo đội ngũ cán bộ có đủ trình độ theo các chuẩn mực quốc tế, được thuê các chuyên gia trong nước và ngoài nước để quản lý một số lĩnh vực hoạt động theo đúng quy định của pháp luật.

- *Đối với các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ*: Tăng quy mô và phạm vi hoạt động nghiệp vụ kinh doanh, dịch vụ của các công ty chứng khoán. Phát triển các công ty chứng khoán theo hai loại hình: Công ty chứng khoán đa nghiệp vụ và Công ty chứng khoán chuyên doanh, nhằm tăng chất lượng cung cấp dịch vụ và khả năng chuyên môn hóa hoạt động nghiệp vụ. Phát triển các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán cả về quy mô và chất lượng hoạt động. Đồng thời đa dạng hóa các loại hình sở hữu đối với công ty quản lý quỹ đầu tư.

4.2.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

4.2.2.1. Tạo lập môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, trước mắt cần ưu tiên vấn đề kiềm chế lạm phát và giảm thiểu nguy cơ khủng hoảng

Một quốc gia có môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng kinh tế đều đặn, tỷ giá hối đoái và lạm phát được kiểm soát chặt sẽ làm tăng nhu cầu đầu tư, dẫn đến tăng sự luân chuyển vốn trên thị trường tài chính và giúp cho các định chế trung gian tài chính phát triển mạnh mẽ. Vì vậy, sự ổn định của môi trường kinh tế vĩ mô là yêu cầu cần thiết khách quan để phát triển thị trường tài chính, các định chế trung gian tài chính nói chung và của các NHTM nói riêng ở Việt Nam.

Tuy nhiên, sự ổn định của môi trường kinh tế vĩ mô hiện nay của Việt Nam đang bị đe dọa bởi nguy cơ lạm phát và khủng hoảng tài chính. Do vậy kiềm chế lạm phát và giảm thiểu các nguy cơ khủng hoảng phải được xem là nhiệm vụ hàng đầu của Chính phủ Việt Nam hiện nay. Để giải quyết vấn đề này Chính phủ cần phải triển khai thực hiện ngay một hệ thống các giải pháp đồng bộ là: thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt; chính sách tài khoá thắt chặt, đặc biệt là thắt chặt chi đầu tư ở khu vực công; ổn định thị trường ngoại hối; hạn chế tối đa dòng vốn chảy vào bằng việc nới rộng biên độ giao dịch tỷ giá theo hướng chấp nhận tăng giá đồng nội tệ; đẩy mạnh việc giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nhất là các dự án sản xuất tạo ra sản phẩm; sàng lọc kỹ càng dòng vốn gián tiếp và tuyệt đối không được cho các nhà đầu tư nước ngoài trả tiền mua cổ phần bằng ngoại tệ, thậm chí trong trường hợp cần thiết có thể áp dụng các biện pháp mạnh để chặn dòng vốn đầu tư gián tiếp.

Ngoài ra, Chính phủ cũng cần quan tâm ổn định thị trường vàng, bất động sản. Đây là những thị trường có mối quan hệ hữu cơ với nhau và có tác động qua lại lẫn nhau.

4.2.2.2. Hoàn thiện khung pháp lý cho sự hình thành và phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

Hệ thống pháp luật về các định chế trung gian tài chính (trong đó điều chỉnh cả hệ thống NHTM và TCTD) là cơ sở để các định chế trung gian tài chính hoạt động theo theo định hướng phát triển lành mạnh và ổn định, là cơ sở để Nhà nước thực hiện công tác giám sát, pháp hiện và ngăn chặn các hành vi trái với quy định, gây bất lợi và mất ổn định thị trường tài chính và nền kinh tế. Muốn vậy, hệ thống pháp luật trên phải đảm bảo tính đồng bộ thống nhất, minh bạch, bình đẳng, ổn định và phù hợp với các cam kết quốc tế của Việt Nam.

Trong thời gian tới, chúng ta cần rà soát lại hệ thống pháp luật về các định chế trung gian tài chính, sửa đổi, bổ sung hoặc ban hành mới các văn bản luật có liên quan cần thiết, thích ứng với yêu cầu hội nhập như Luật các tổ chức tín dụng, Luật Kinh doanh bảo hiểm, Luật Chứng khoán... Đồng thời ban hành một số luật

điều chỉnh các mối quan hệ kinh tế thị trường để tạo cơ sở ổn định, công bằng cho hoạt động của các định chế trung gian tài chính. Đặc biệt phải hoàn thiện Luật cạnh tranh đã được Quốc hội ban hành tháng 12 năm 2004, tạo môi trường kinh doanh lành mạnh cho các định chế trung gian tài chính, chống lại độc quyền, chống đầu cơ.

Ngoài ra, để hạn chế mặt trái của tự do hoá tài chính, tránh gây tổn thương cho nền kinh tế và hệ thống tài chính, Nhà nước cần xây dựng cho được một khuôn khổ pháp lý cho các cửa *định chế trung gian tài chính nước ngoài*, với những rào cản kỹ thuật phù hợp với thông lệ quốc tế nhưng phải bảo đảm thực hiện các cam kết quốc tế về tự do hoá tài chính và sự kiểm soát việc gia nhập và rút khỏi thị trường. của các định chế tài chính tránh những “cú sốc” từ quá trình này mang lại.

4.2.2.3. Nâng cao hơn nữa năng lực cạnh tranh của các định chế trung gian tài chính

Đối với hệ thống các TGTC, năng lực về vốn, trình độ quản lý và công nghệ kinh doanh và những yếu tố rất quan trọng tạo nên sức mạnh. Nếu không tự hoàn thiện và nâng cao năng lực, các TGTC trong nước sẽ khó có thể đứng vững và thành công trong điều kiện tự do hoá tài chính như hiện nay. Muốn vậy, cần nhanh chóng thực hiện các giải pháp sau:

- Thứ nhất, đẩy nhanh quá trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng theo hướng giảm thiểu số lượng, đồng thời nâng cao năng lực quản trị điều hành, năng lực tài chính cho các NHTM Việt Nam.

Việc cơ cấu lại trước hết bắt đầu từ việc cần hết sức thận trọng trong việc cho thành lập mới các ngân hàng. Mạnh dạn sắp xếp lại các NHTM cổ phần theo hướng thanh lý, giải thể những ngân hàng yếu kém, sáp nhập những ngân hàng nhỏ không đủ vốn pháp định vào những ngân hàng lớn để hình thành các tập đoàn tài chính - ngân hàng đủ lớn. Trong bối cảnh hiện nay, ngoài việc sáp nhập các ngân hàng nhỏ, Việt Nam có thể sáp nhập 3 ngân hàng thương mại nhà nước gồm

Ngân hàng Ngoại thương, Ngân hàng Công thương và Ngân hàng Đầu tư và Phát triển, để thành một ngân hàng có tầm cỡ so với khu vực.

Bên cạnh việc cơ cấu lại hệ thống các NHTM cổ phần, cần đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa các NHTM nhà nước, trong đó cần chú ý đến mục tiêu tìm nhà đầu tư chiến lược thực sự cũng như cách giữ "các đối tác chiến lược hiện hữu"- là đội ngũ cán bộ nhân viên của chính ngân hàng đó. Giải quyết triệt để các khoản nợ xấu, nợ tồn đọng thông qua Công ty mua bán nợ (AMC). Gắn việc cổ phần hóa NHTM nhà nước với việc niêm yết trên thị trường chứng khoán nhằm tạo ra một thói quen cho ngân hàng khi cổ phần hóa với việc minh bạch và công khai hóa thông tin ngay từ đầu.

- Thứ hai, đa dạng hóa các loại hình dịch vụ.

Các dịch vụ của các TGTC trong nước còn rất ít và đơn điệu không thể đáp ứng được nhu cầu của nền kinh tế. Đây là một trong những nguyên nhân làm giảm hiệu quả hoạt động của các TGTC, đặc biệt là hệ thống NHTM. Do đó, các TGTC cần tiếp tục đa dạng hóa các sản phẩm dịch vụ ngân hàng: trong huy động vốn, tín dụng sản xuất kinh doanh, tín dụng tiêu dùng, tài trợ xuất nhập khẩu, dịch vụ thanh toán, thẻ, thu hộ chi hộ, giữ hộ, ủy thác, ngân hàng điện tử..., mở rộng mạng lưới đại lý, đặc biệt là phát triển nghiệp vụ bán lẻ.

Đối với các công ty bảo hiểm, cần đa dạng hóa các sản phẩm, xem xét phát triển thêm các kênh bán hàng khác bên cạnh kênh truyền thống là đại lý, nghiên cứu đưa ra các sản phẩm mới như bancassurance (bán các sản phẩm bảo hiểm qua hệ thống ngân hàng thương mại), liên kết đầu tư... Ngoài ra, cần chú ý phát triển các sản phẩm gắn với thị trường chứng khoán và hoạt động bảo hiểm.

Các sản phẩm dịch vụ tài chính không chỉ cần phong phú về chủng loại mà còn phải liên tục được cải tiến về chất lượng đồng thời với việc nâng cao trình độ nghiệp vụ của các cán bộ, nhân viên.

- Thứ ba, nhanh chóng nắm bắt và ứng dụng các thành tựu của khoa học công nghệ, đặc biệt là công nghệ thông tin vào quá trình khai thác và quản lý hoạt động kinh doanh. Các TGTC cần sớm thực hiện đề án ứng dụng công nghệ tin học vào dịch vụ thanh toán của toàn bộ tổ chức. Việc hiện đại hóa công nghệ

thanh toán phải theo hướng hòa nhập với cộng đồng thế giới. Có như thế mới rút ngắn được thời gian và chi phí giao dịch.

- *Thứ tư, tăng cường công tác kiểm tra, giám sát và phòng ngừa rủi ro.*

Kinh doanh trong lĩnh vực tài chính thường xuyên gặp rủi ro, tuy nhiên, cho tới nay, phần lớn các TGTC trong đó chủ yếu là các NHTM ở Việt Nam chưa thực sự chủ động ngăn ngừa rủi ro, chỉ đến khi đã xảy ra rủi ro thì mới tìm biện pháp giải quyết, khắc phục. Do đó, các TGTC ở Việt Nam cần chú trọng hơn đến việc phát triển hệ thống thông tin quản lý và các biện pháp phòng tránh rủi ro. Cần tăng cường kiểm tra định kỳ tình hình kinh doanh của doanh nghiệp cũng như kiểm tra giá trị bảo đảm khoản vay qua giá trị thị trường của tài khoản đảm bảo. Đồng thời cũng phải thường xuyên kiểm tra, kiểm soát trong nội bộ tổ chức để tránh tình trạng thoái hóa của cán bộ, nhân viên dẫn đến vi phạm các nguyên tắc kinh doanh.

4.2.2.4. Cần tăng cường hợp tác trong nước và quốc tế

Để tăng cường sức mạnh trong môi trường kinh doanh mới, bên cạnh việc phát huy nội lực, các định chế trung gian tài chính rất cần phải bắt tay hợp tác với nhau trong nhiều mặt. Thông qua các hiệp hội như Hiệp hội Ngân hàng (thành lập ngày 01/7/1988), Hiệp hội bảo hiểm (thành lập ngày 9/7/1999).v.v. các thành viên có thể có những tác động tích cực nhằm mở rộng, định hướng cho thị trường, duy trì sự cạnh tranh lành mạnh... tạo điều kiện phát triển thuận lợi cho tất cả các thành viên. Các doanh nghiệp trong Hiệp hội nên cùng nhau thiết lập những quy tắc kinh doanh lành mạnh cho các thành viên của mình, xử lý những trường hợp vi phạm. Ngoài ra các doanh nghiệp có thể liên kết với nhau tạo ra một tiếng nói chung để đóng góp ý kiến, kiến nghị với các cơ quan quản lý Nhà nước những giải pháp phát triển chung cho ngành, cũng như cùng nhau có những bước đi thích hợp khi thị trường có những diễn biến xấu. Đồng thời, việc hợp tác chặt chẽ với nhau trong việc đào tạo cán bộ, đại lý, thu thập, sử dụng các số liệu thống kê liên quan, xây dựng và tăng cường uy tín và hình ảnh tốt đẹp

của toàn ngành... sẽ giúp các doanh nghiệp sử dụng tiết kiệm chi phí, nâng cao hiệu quả khai thác nguồn thông tin, nguồn nhân lực...

Không chỉ tăng cường hợp tác trong nước, các định chế trung gian tài chính Việt Nam cũng phải đẩy mạnh hợp tác quốc tế. Các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty tài chính, công ty chứng khoán... có thể tạo lập, củng cố mối quan hệ với các doanh nghiệp cùng lĩnh vực có kinh nghiệm, uy tín trong khu vực và quốc tế nhằm hợp tác trong các lĩnh vực đào tạo chuyên môn, nghiệp vụ, trợ giúp về kỹ thuật, công nghệ, trao đổi thông tin.... Việc thúc đẩy hợp tác quốc tế cũng sẽ mở ra những cơ hội kinh doanh mới cho cả hai phía, tạo thuận lợi cho các định chế trung gian tài chính Việt Nam vươn ra với thế giới.

4.2.2.5. Áp dụng chuẩn mực quốc tế phù hợp trong giám sát hoạt động của các ngân hàng

Có thể kể ra hàng loạt các biện pháp hành chính đã gây ra sự bóp méo trong hoạt động của các ngân hàng. Điển hình và gần đây nhất là Chỉ thị 03 của Ngân hàng Nhà nước về giới hạn cho vay chứng khoán. Việc sử dụng các chính sách chặn dòng chảy của nguồn tài chính như vậy sẽ gây ra những tác động tiêu cực. Do vậy, cách tốt nhất đối với Việt Nam là áp dụng các chuẩn mực quốc tế (mà cụ thể ở đây là quy tắc Basel II) trong việc giám sát hoạt động của các ngân hàng Việt Nam. Các ngân hàng có thể làm bất cứ điều gì với ba điều kiện: (1) có đủ vốn, (2) có hệ thống theo dõi, giám sát rủi ro tốt, và (3) tuân thủ các kỷ luật thị trường, minh bạch thông tin.

Cần lưu ý rằng, việc áp dụng đầy đủ Basel II đối với Việt Nam trong thời điểm hiện nay là rất khó, tuy nhiên, có thể áp dụng những điểm phù hợp với thực tế Việt Nam hiện nay sẽ giảm thiểu việc can thiệp hành chính rất nhiều.

4.2.2.6. Xây dựng hệ thống thu thập dữ liệu đảm bảo có được các thông tin tin cậy

Tự do hoá tài chính có thể làm cho hệ thống ngân hàng và nền kinh tế bị tổn thương, đổ vỡ nếu như cơ quan quản lý nhà nước không theo kịp dòng chảy của thị trường, mất khả năng kiểm soát ở những khu vực đã được tự do hoá. Nguyên nhân

của vấn đề này, ngoài trình độ và khả năng quản lý của người điều hành thì phải nói đến một nguyên nhân vô cùng quan trọng là thiếu một hệ thống thu thập dữ liệu đảm bảo có được các thông tin tin cậy, bởi lẽ khó có thể đưa ra một giải pháp hữu hiệu nếu như người điều hành không thể biết thực trạng của các vấn đề đang giải quyết. Chúng ta không thể làm lạnh mạnh hoá thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán khi mà không một ai có thể biết chính xác các ngân hàng hiện nay đã đổ bao nhiêu tiền, cho vay bao nhiêu trong lĩnh vực này. Điều này có thể giải quyết nếu Việt Nam có được hệ thống thu thập và phân tích thông tin tốt cộng với những tổ chức nghiên cứu thực thụ, độc lập và đủ khả năng đưa ra những nghiên cứu đánh giá một cách khách quan.

4.2.2.7. Đào tạo nguồn nhân lực

Nhân lực của các định chế trung gian tài chính là các nhà quản lý, các nhà kinh doanh, các nhân viên nghiệp vụ của các định chế này. Tuy nhiên trình độ của đội ngũ này hiện nay vẫn còn hạn chế, đặc biệt là nguồn nhân lực trong lĩnh vực này còn thiếu do công tác đào tạo ở nước ta còn chưa đáp ứng kịp sự phát triển nhanh chóng của các loại hình định chế trung gian tài chính trên thị trường tài chính Việt Nam. Vì vậy cần đào tạo, bồi dưỡng nguồn nhân lực của nước ta, giúp đội ngũ này đủ năng lực, am hiểu các kiến thức chuyên môn, nghiệp vụ, có hiệu quả làm việc cao, phù hợp với các tiêu chuẩn quốc tế và đáp ứng được yêu cầu hội nhập và phát triển.

Thực hiện công tác này, Nhà nước cần có kế hoạch gửi nhân sự sang các nước phát triển tham gia các khóa đào tạo ngắn, trung và dài hạn về nghiệp vụ của các định chế trung gian tài chính. Đồng thời khuyến khích các trường đại học có chất lượng trong nước tăng cường công tác đào tạo nguồn nhân lực cho lĩnh vực kinh tế tài chính, mời các chuyên gia trong và ngoài nước có chuyên môn và kinh nghiệm trực tiếp tham gia giảng dạy. Chỉ có như vậy chúng ta mới có được đội ngũ cán bộ có năng lực thực sự, chuyên môn vững vàng để thích ứng với sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam và thế giới.

Các định chế trung gian tài chính cũng cần chủ động và tích cực trong vấn đề bồi dưỡng đào tạo đội ngũ nhân viên của mình, coi đào tạo cán bộ là vấn đề được coi là có tính nền tảng trong chiến lược phát triển mình. Yêu cầu của công tác quản lý nhân lực và đào tạo là xây dựng đội ngũ cán bộ quản lý và viên chức có đủ đạo đức và kỹ năng cần thiết để thực hiện nhiệm vụ trong giai đoạn mới phát triển mới. Để đáp ứng đòi hỏi đó cần thực hiện một số biện pháp chủ yếu sau:

- Các định chế trung gian tài chính cần rà soát lại, bổ sung, sửa đổi các quy chế về tuyển dụng, bố trí và sa thải viên chức theo yêu cầu quản lý mới, trên cơ sở đó có những kiến nghị cụ thể với Ngân hàng Nhà nước và Chính phủ sửa đổi, bổ sung các quy định pháp lý nhằm nâng cao quyền tự chủ, tự chịu trách nhiệm về nhân sự, tiền lương của các tổ chức này.

- Xây dựng hệ thống khuyến khích vật chất và tinh thần phù hợp với yêu cầu kinh doanh, cạnh tranh và mục tiêu lợi nhuận.

- Xây dựng kế hoạch đào tạo và đào tạo lại cán bộ tập trung trước hết vào các lĩnh vực chính yếu của tái cơ cấu như: nghiệp vụ quản lý chiến lược, quản lý rủi ro, kế toán, kiểm toán, quản lý tín dụng và dịch vụ mới.

4.3. Một số giải pháp để phát triển sản phẩm tài chính mới ở Việt Nam

Giai đoạn 2007-2010 là một giai đoạn quan trọng, mang tính then chốt với đặc điểm nổi bật là tiến trình hội nhập quốc tế của Việt Nam trở nên sâu rộng, quyết liệt và nhanh chóng hơn. Trong giai đoạn này, Việt Nam sẽ hội nhập đầy đủ vào khu vực mậu dịch tự do ASEAN (AFTA), bước đầu gia nhập WTO, tiếp tục thực hiện các cam kết trong hiệp định thương mại Việt Mỹ cũng như các cam kết song phương và đa phương khác.

Định hướng chung cho ngành tài chính - ngân hàng là *đến năm 2010, Việt Nam phấn đấu phát triển được hệ thống tài chính - ngân hàng ổn định, an toàn, hiệu quả bền vững và hội nhập quốc tế, trong đó, các tổ chức tài chính Việt Nam được hiện đại hóa, hoạt động đa năng, cung cấp các dịch vụ tài chính ngân hàng đa dạng với chất lượng cao, đạt trình độ phát triển trung bình tiên tiến trong khu vực và có khả năng cạnh tranh quốc tế.*

Chính sách phát triển dịch vụ tài chính ngân hàng phải hướng tới mở rộng khả năng “cung” dịch vụ của hệ thống ngân hàng và các tổ chức tài chính, đồng thời góp phần kích “cầu” về dịch vụ tài chính ngân hàng của nền kinh tế. Trong đó, công nghệ, đặc biệt là công nghệ thông tin là nền tảng cho phát triển dịch vụ mới, đồng thời khuôn khổ thể chế trở thành tiền đề góp phần quan trọng đảm bảo dịch vụ tài chính ngân hàng phát triển an toàn và hiệu quả. Đến năm 2020, hệ thống tài chính ngân hàng Việt Nam phấn đấu phát triển được hệ thống dịch vụ tài chính ngân hàng ngang tầm với các nước trong khu vực ASEAN về chủng loại, chất lượng và khả năng cạnh tranh quốc tế trong cung cấp dịch vụ ngân hàng, từng bước cải thiện uy tín và thương hiệu của hệ thống ngân hàng Việt Nam trên thị trường tài chính quốc tế.

Trên cơ sở những kết quả đạt được trong những năm qua, đặt trong mối liên hệ dự báo tương lai, trong môi trường kinh tế đất nước hiện nay, những định hướng lớn để phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính ngân hàng ở Việt Nam trong thời gian tới bao gồm:

Thứ nhất, định hướng xây dựng hệ thống các sản phẩm dịch vụ tài chính ngân hàng theo tiêu chuẩn quốc tế

Thực hiện nội dung này, các sản phẩm mới trước khi đưa vào ứng dụng đều phải được thiết kế theo tiêu chuẩn quốc tế. Những sản phẩm này chủ yếu thuộc nhóm sản phẩm phát triển dựa trên nền tảng công nghệ hiện đại và những sản phẩm đã và đang ứng dụng như chưa đủ tiêu chuẩn hoặc chưa phù hợp với chuẩn mực quốc tế sẽ dần từng bước được điều chỉnh lại hoặc được thay thế bằng những sản phẩm mới đạt tiêu chuẩn quốc tế, phù hợp với yêu cầu thị trường. Trong số những sản phẩm này, dịch vụ thanh toán cần được ưu tiên và tập trung phát triển trong thời gian tới để đáp ứng nhu cầu thanh toán nội địa cũng như thanh toán quốc tế. Các tổ chức tài chính cần tập trung hiện đại hóa hạ tầng công nghệ kỹ thuật và hệ thống thanh toán ngân hàng đảm bảo an toàn và tin cậy. Phát triển hệ thống thanh toán vận hành an toàn, hiệu quả, phù hợp với thông lệ và chuẩn mực quốc tế, trọng tâm là nâng cấp hệ thống thanh toán liên ngân hàng và

các hệ thống thanh toán nội bộ của các NHTM. Ngoài ra, một số sản phẩm ít có liên quan đến hoạt động quốc tế và công nghệ cũng cần có sự chuẩn hóa theo thông lệ quốc tế.

Thứ hai, định hướng phát triển những sản phẩm ngân hàng hiện đại mới của các ngân hàng thương mại

Về dịch vụ huy động vốn, các ngân hàng cần đưa ra những dịch vụ ngân hàng trọn gói và đa tiện ích, gắn dịch vụ huy động vốn với dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt, tín dụng và quản lý tài sản. Thay đổi cơ cấu nguồn vốn huy động theo hướng tăng nguồn vốn huy động trung, dài hạn, trong đó đẩy mạnh phát hành các công cụ nợ và trái phiếu dài hạn phù hợp với thông lệ quốc tế và đủ điều kiện niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán/ Sở giao dịch chứng khoán.

Về dịch vụ tín dụng, triển khai từng bước thận trọng các nghiệp vụ phái sinh tiền tệ và lãi suất (swap, forward, option) phù hợp với thông lệ quốc tế, theo nguyên tắc hạn chế tập trung rủi ro tín dụng và đa dạng hóa ngành hàng, lĩnh vực và khách hàng nhằm phân tán rủi ro trên cơ sở thiết lập hệ thống quản lý rủi ro tín dụng hữu hiệu, hệ thống thông tin tín dụng đầy đủ nhất là thông tin về khách hàng và môi trường kinh doanh... Mở rộng các loại hình cho vay, đẩy mạnh phương thức cho vay đồng tài trợ và cho vay hợp vốn của tổ chức tín dụng đối với các dự án lớn, đặc biệt là các dự án đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng kinh tế-xã hội, mở rộng hoạt động cấp tín dụng dưới hình thức chiết khấu giấy tờ có giá và đa dạng hóa dịch vụ bảo lãnh của các tổ chức tín dụng.

Đối với dịch vụ ngoại hối và đầu tư của tổ chức tín dụng trên thị trường tài chính, NHNN cần tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng triển khai các sản phẩm phái sinh ngoại tệ: mua bán có kỳ hạn, hoán đổi ngoại tệ và hợp đồng quyền chọn (giữa VND và các loại ngoại tệ; giữa các loại ngoại tệ với nhau) giữa các tổ chức tín dụng với nhau và giữa các tổ chức tín dụng và khách hàng nhằm góp phần đáp ứng tốt hơn nhu cầu sử dụng ngoại tệ của khách hàng, nâng cao khả

năng phòng ngừa rủi ro tỷ giá và lãi suất liên quan đến các tài sản đồng thời khuyến khích thị trường ngoại tệ phát triển.

Bên cạnh các dịch vụ sẵn có, các ngân hàng cần tập trung phát triển dịch vụ ngân hàng bán lẻ và các dịch vụ ngân hàng quốc tế. Ngoài ra, các ngân hàng cũng cần định hướng phát triển các dịch vụ tài chính phi ngân hàng như dịch vụ bảo hiểm, kinh doanh chứng khoán (môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, cho vay, quản lý danh mục đầu tư), tư vấn tài chính và đầu tư, quản lý tái sản theo ủy quyền của khách hàng... Phát triển hệ thống dịch vụ ngân hàng đa dạng gắn kết với các dịch vụ tài chính phi ngân hàng, hình thành hệ thống dịch vụ ngân hàng trọn gói, đa dạng, đáp ứng nhu cầu của xã hội về dịch vụ tài chính để khuyến khích khách hàng sử dụng dịch vụ ngân hàng rộng rãi hơn.

Thứ ba, định hướng phát triển các sản phẩm mới trên thị trường tài chính. Trên thị trường tài chính, bên cạnh việc phát triển thị trường cổ phiếu, cần tập trung phát triển thị trường trái phiếu, trong đó chú trọng đến thị trường trái phiếu chính phủ và thị trường trái phiếu công ty. Chuẩn bị các tiền đề cần thiết để xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh tập trung, cung cấp cung cụ quản trị rủi ro hiệu quả cho các chủ thể trong nền kinh tế.

Thứ tư, xác định thứ tự ưu tiên cho việc triển khai các sản phẩm tài chính hiện đại. Đứng trước những thách thức lớn về cạnh tranh, khả năng đáp ứng yêu cầu của khách hàng, các cơ quan chức năng và các tổ chức tài chính phải lựa chọn cho mình thứ tự ưu tiên cho việc triển khai từng sản phẩm tài chính cốt lõi, lĩnh vực nào triển khai trước, lĩnh vực nào triển khai tùy thuộc vào yêu cầu thị trường cũng như đặc thù kinh doanh của các tổ chức tài chính.

Thứ năm, xây dựng kênh phân phối sản phẩm tài chính theo quy chuẩn quốc tế. Để có được kênh phân phối sản phẩm theo quy chuẩn quốc tế, trước hết các tổ chức phải cấu trúc lại quy trình giao dịch bao gồm hệ thống giao dịch trực tiếp (giao dịch tại quầy) và hệ thống giao dịch gián tiếp (được thực hiện gián tiếp thông qua thiết bị công nghệ). Kết hợp chặt chẽ giữa các tổ chức cung ứng dịch vụ tài chính với các cơ quan, doanh nghiệp, tổ chức cung ứng dịch vụ, hàng hóa

tiêu dùng và công cộng nhằm cung ứng các dịch vụ tiện lợi tới khách hàng. Tăng cường sự liên kết và hợp tác của các tổ chức cung cấp dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt, đặc biệt sớm hình thành hệ thống chuyển mạch thanh toán thẻ thống nhất giữa các ngân hàng và phát triển hệ thống thanh toán quốc gia cũng như hệ thống thanh toán nội bộ của các ngân hàng dựa trên nền tảng công nghệ hiện đại, bảo đảm tương thích lẫn nhau, an toàn, hiệu quả và tin cậy. Phát triển hệ thống quản lý và xử lý giao dịch tập trung, hệ thống giao dịch trực tuyến, đồng thời khẩn trương thiết lập hệ thống điểm giao dịch tự động. Đồng thời, triển khai rộng rãi các dịch vụ thanh toán điện tử và các hệ thống giao dịch điện tử, giao dịch trực tuyến đồng thời đẩy mạnh đầu tư, nghiên cứu và ứng dụng các công cụ thanh toán mới theo tiêu chuẩn quốc tế. Đưa vào triển khai rộng rãi các loại thẻ nội địa và quốc tế, thẻ đa năng, thẻ thông minh, các hệ thống giao dịch tự động. Phát triển các thị trường, tập trung và phi tập trung, để cung cấp hiệu quả các sản phẩm tài chính.

Thứ sáu, đổi mới mô hình tổ chức, phát triển nguồn nhân lực và cải cách hành chính của hệ thống tài chính ngân hàng. Tiếp tục đổi mới bộ máy quản lý từ Trung ương đến chi nhánh nhằm nâng cao hiệu quả quản lý Nhà nước và khả năng kiểm soát tài chính - tiền tệ. Kiện toàn mô hình tổ chức, bộ máy các tổ chức tài chính đảm bảo vừa gọn nhưng lại vừa phát triển.

Thứ bảy, nâng cao năng lực và hiệu quả giám sát tài chính, đảm bảo lành mạnh hóa tài chính và an ninh tài chính quốc gia. Thiết lập hệ thống cảnh báo sớm để kịp thời ngăn chặn những nguy cơ làm mất an ninh trong hệ thống tài chính, đặc biệt khi các sản phẩm mới ra đời làm cho các tổ chức giám sát khó có thể đánh giá chính xác các hoạt động của các tổ chức tài chính. Kiện toàn tổ chức và nâng cao năng lực tổ chức giám sát tài chính, tập trung đầu mối vào Bộ tài chính.

Thứ tám, xây dựng một hệ thống công nghệ hiện đại. Hoạt động tài chính ngân hàng hiện đại đòi hỏi phải được triển khai dựa trên nền tảng kỹ thuật tiên tiến và hạ tầng kỹ thuật này cần được nâng cấp, đổi mới liên tục theo yêu cầu

phát triển thị trường. Bộ phận có tầm quan trọng sống còn của hạ tầng kỹ thuật đối với các dịch vụ tài chính ngân hàng hiện đại là hạ tầng về công nghệ thông tin và các hệ thống thông tin quản lý. Nếu không có một nền tảng công nghệ tiên tiến hiện đại thì không thể xây dựng một hệ thống các kênh cung ứng dịch vụ có tính chuẩn mực cao và cũng không thể tạo ra được những sản phẩm đủ tiêu chuẩn quốc tế để tham gia hội nhập.

Để đẩy nhanh việc xây dựng thị trường tài chính, thực hiện theo định hướng chung cho ngành tài chính - ngân hàng là *đến năm 2010, Việt Nam phấn đấu phát triển được hệ thống tài chính - ngân hàng ổn định, an toàn, hiệu quả bền vững và hội nhập quốc tế, trong đó, các tổ chức tài chính Việt Nam được hiện đại hóa, hoạt động đa năng, cung cấp các dịch vụ tài chính ngân hàng đa dạng với chất lượng cao, đạt trình độ phát triển trung bình tiên tiến trong khu vực và có khả năng cạnh tranh quốc tế.*

Theo định hướng, thị trường vốn sẽ sớm được hoàn chỉnh về cấu trúc bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh, thị trường phi tập trung ... và vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế. Phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, phát triển đầy đủ các định chế trung gian, đa dạng hoá các dịch vụ ... hướng tới một thị trường vốn phát triển trong khu vực.

Trước mắt, sẽ tập trung phát triển quy mô, hoàn chỉnh cấu trúc của thị trường vốn, nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các loại hàng hoá; mở rộng quy mô và đa dạng hoá các loại trái phiếu, các phương thức phát hành trái phiếu Chính phủ ...; Phát triển các loại chứng khoán phái sinh như; quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai; hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm liên kết.

4.3.1. Xây dựng chiến lược, kế hoạch phát triển các sản phẩm tài chính ngân hàng

Hiện nay các NHTM Việt Nam nói chung chưa có một bộ phận chuyên trách nghiên cứu xây dựng chiến lược kinh doanh sản phẩm tài chính. Chính vì vậy, các sản phẩm đưa ra chưa có tính thống nhất, công nghệ thiết kế chưa bao quát tổng thể, chạy theo yêu cầu của người sử dụng. Các dịch vụ mới thường xuất phát từ bộ phận tác nghiệp và trực tiếp chuyển cho phía kỹ thuật xem xét khả năng đáp ứng.

Thông thường, các NHTM Việt Nam đều xây dựng các chiến lược phát triển tổng thể cho toàn bộ hoạt động kinh doanh của ngân hàng. Trên cơ sở chiến lược tổng thể này, các NHTM Việt Nam cần phải xây dựng các chiến lược phụ trợ nhằm cụ thể hóa các mục tiêu vào định hướng mà chiến lược tổng thể đặt ra, trong đó có chiến lược phát triển các sản phẩm mới. Các NHTM Việt Nam cần một mặt chú ý nghiên cứu các sản phẩm, dịch vụ đang được các ngân hàng trên thế giới triển khai, mặt khác, nghiên cứu cụ thể về nhu cầu trong nước để có những cải tiến, sửa đổi cho phù hợp với nhu cầu thực tế, trên cơ sở đó xây dựng chiến lược phát triển các sản phẩm mới với những bước đi cụ thể, có định hướng nhằm tránh việc đầu tư lãng phí, không hiệu quả. Các ngân hàng phải định vị được mình trong việc phát triển các sản phẩm mới, đặc biệt khi mở rộng sang các dịch vụ mới như chứng khoán, bảo hiểm.

Chiến lược phát triển sản phẩm tài chính ngân hàng sẽ được xây dựng phù hợp với từng ngân hàng trong từng thời kỳ, tuy nhiên cần có những nội dung sau:

- Đánh giá được thực trạng hoạt động cung cấp các sản phẩm tài chính – ngân hàng hiện ngân hàng đang cung cấp; vị thế, điểm mạnh, điểm yếu của ngân hàng so với tốc độ phát triển dịch vụ của các NH và các tổ chức tài chính khác. Đồng thời, phải xác định được cơ hội, thách thức và các mục tiêu phát triển các sản phẩm tài chính mới trong từng thời kỳ;
- Xác định các loại hình sản phẩm sẽ phát triển, điều kiện phát triển, đối tượng khách hàng mục tiêu, lộ trình thực hiện và phân bổ nguồn vốn thực

hiện. Khi xác định kế hoạch phát triển, cần đặc biệt quan tâm đến điều kiện của ngân hàng, khách hàng mục tiêu và quá trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam trong lĩnh vực tài chính ngân hàng;

- Đưa ra các giải pháp về công nghệ, về nhân sự, cơ sở vật chất... để phát triển thành công các loại hình sản phẩm đề ra.

Sau khi có chiến lược phát triển sản phẩm mới (thường là cho vài năm), các NHTM Việt Nam cần phải có kế hoạch triển khai cụ thể cho từng năm. Trong đó, cần uyển chuyển nhìn nhận, đánh giá và đưa ra các mục tiêu, giải pháp thực hiện phù hợp với những điều kiện cụ thể. Ví dụ, trong chiến lược phát triển yêu cầu phải đa dạng hóa các kênh phân phối, nhưng trong kế hoạch cụ thể cho 1 năm, các NHTM có thể lựa chọn kênh phân phối có khả năng được thị trường sớm chấp nhận để đầu tư nghiên cứu, áp dụng thí điểm và đưa ra triển khai, lựa chọn địa bàn ứng dụng triển khai hay lựa chọn đối tượng khách hàng sử dụng kênh phân phối đó.

Nếu có điều kiện, các NHTM nên có một bộ phận chuyên trách nghiên cứu phát triển và đánh giá hiệu quả của các sản phẩm tài chính mới. Điều này giúp các NHTM có thể nghiên cứu sâu về các loại hình sản phẩm tài chính mới ứng dụng công nghệ ngân hàng cao. Ngoài ra, bộ phận này sẽ có cái nhìn khách quan hơn về các dịch vụ mà NH đã và sẽ phát triển so với các bộ phận thực hiện dịch vụ.

4.3.2. Đầu tư phát triển công nghệ thông tin

Trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, hạ tầng CNTT được coi là yếu tố có ý nghĩa quyết định nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh với các ngân hàng, các tổ chức tài chính trong khu vực và trên thế giới, là nền tảng để các NH cung ứng các sản phẩm dịch vụ tài chính mới. Vấn đề công nghệ, an ninh bảo mật luôn là vấn đề được khách hàng đặt lên hàng đầu khi quyết định sử dụng các dịch vụ có hàm lượng công nghệ cao. Tuy nhiên, hiện tại, CNTT của các NHTM Việt Nam còn yếu kém, tính năng nhiều mảng công nghệ còn thiếu hoàn thiện hạn chế nhiều đến năng lực cạnh tranh. Để khắc phục vấn đề này là cả một bài

toán lớn cho từng NHTM. Trong đề tài này, nhóm tác giả xin đưa ra một số giải pháp có tính định hướng như sau:

Thứ nhất, trong điều kiện năng lực tài chính hạn chế như hiện nay, các ngân hàng cần phải đầu tư có trọng điểm. Việc đầu tư công nghệ trên diện rộng, không có trọng tâm sẽ có thể dẫn đến hậu quả dư thừa công suất, doanh thu trong tương lai không đủ bù đắp cho những chi phí để triển khai công nghệ, làm giảm hiệu quả đầu tư, lãng phí nguồn lực. Hơn nữa, nếu đầu tư công nghệ tràn lan trong khi năng lực quản lý và sử dụng công nghệ chưa theo kịp cũng gây ra tình trạng không thể tối đa hóa hiệu quả của công nghệ đối với hoạt động ngân hàng, không phù hợp với mục đích tăng tối đa giá trị của ngân hàng. Kết quả là thất bại trong đổi mới công nghệ và công nghệ mới có thể làm suy yếu một ngân hàng bởi nguồn vốn ít ỏi đã đầu tư vào công nghệ.

Thứ hai, các ngân hàng phải đầu tư công nghệ một cách đồng bộ, có chiến lược đầy đủ, định hướng rõ từng bước đi hợp lý, lựa chọn giải pháp kỹ thuật ứng dụng phù hợp với xu thế phát triển công nghệ thế giới, tránh tình trạng đầu tư nhỏ lẻ, manh mún, theo kiểu trang bị máy tính nhưng không trang bị phần mềm ứng dụng kịp thời, đến khi trang bị được phần mềm thì máy tính đã lỗi thời, không tương thích với những phần mềm hiện đại.

Thứ ba, cần đi tắt đón đầu trong công nghệ, thực hiện chuyển giao công nghệ có hiệu quả để rút ngắn khoảng cách về trình độ công nghệ với các nước đi trước. Khi lựa chọn công nghệ, nên chọn những công nghệ hiện đại, tránh tình trạng khi dự án chưa triển khai xong thì công nghệ đã tụt hậu. Các NHTM Việt Nam cần đầu tư nhanh vào các công nghệ mà NHTM đang rất yếu hoặc chưa có so với các ngân hàng nước ngoài như công nghệ thanh toán, công nghệ cung cấp dịch vụ ngân hàng điện tử, công nghệ phục vụ quản trị ngân hàng.

Thứ tư, tập trung hoàn thiện các ứng dụng của core banking, chẳng hạn như dịch vụ ngân hàng điện tử, ngân hàng trực tuyến, tạo điều kiện thuận lợi nhất cho khách hàng khi giao dịch với ngân hàng.

Thứ năm, khi đầu tư phát triển công nghệ, cần xây dựng hệ thống dự phòng và trung tâm phục hồi thảm họa, cũng như các biện pháp an toàn bảo mật nhằm đảm bảo cho hoạt động kinh doanh của ngân hàng trong mọi tình huống. Công nghệ của ngân hàng phải đảm bảo luôn sẵn sàng 24 x 7 x 365 vì khách hàng không thể dừng giao dịch để chờ ngân hàng sao lưu dự phòng, kiểm tra hay nâng cấp. Đối với trung tâm phục hồi thảm họa, các ngân hàng có thể tham khảo các mô hình DAS (Direct Attached Storage), NAS (Network Attached Storage) hay SAN (Storage Area Network).

Hộp 1: Các dạng trung tâm phục hồi thảm họa

DAS (Direct Attached Storage)

DAS là mô hình kết nối trong đó hệ thống lưu trữ được gắn trực tiếp tới một hay một vài máy chủ, thông thường mô hình này dùng để chỉ những hệ thống đĩa lắp trong hoặc lắp ngoài được gắn trực tiếp với máy chủ. Theo nghiên cứu của IDG, hiện tại trên thế giới có 70% dung lượng lưu trữ dạng điện tử vẫn đang sử dụng mô hình DAS.

Kênh truyền dẫn trong môi trường DAS là sử dụng các giao thức như SCSI, FC đối với các hệ thống mở hay ESCON hay FICON đối với các hệ thống máy chủ.

NAS (Network Attached Storage)

NAS là công nghệ lưu trữ theo đó các thiết bị lưu trữ được gắn trực tiếp vào mạng IP và sử dụng các giao thức chia sẻ file để cho phép các thiết bị trên mạng IP truy cập vào dữ liệu.

Ưu điểm của NAS là có thể chia sẻ cho nhiều người sử dụng, tương thích với mọi hệ điều hành, đơn giản trong cài đặt, triển khai. Tuy vậy, NAS chủ yếu chỉ thích hợp với các yêu cầu về lưu trữ sử dụng file chứ không thích hợp với các hệ thống xử lý giao dịch trực tuyến. Cơ sở dữ liệu do không đáp ứng được yêu cầu về hiệu suất.

SAN (Storage Area Network)

SAN là một mạng riêng cho lưu trữ được xây dựng để kết nối các máy chủ với các hệ thống lưu trữ như dây đĩa, thư viện băng từ. Toàn bộ các lưu lượng về lưu trữ sẽ chỉ chạy trên mạng này. SAN khắc phục được các nhược điểm của NAS như hiệu suất thấp, sử dụng băng thông sẵn có của mạng nên có thể làm tắc nghẽn mạng, khả năng mở rộng thấp.

Thứ sáu, cần chú ý đến việc nâng cao hiệu suất khai thác công nghệ của mỗi ngân hàng. Hiệu suất khai thác công nghệ có thể được nâng cao thông qua việc bố trí hợp lý trang thiết bị và sử dụng các phần mềm phù hợp. Bên cạnh đó, cần phải nâng cao kỹ năng ứng dụng công nghệ của các nhân viên, tiến hành đào tạo kỹ năng sử dụng công nghệ cho các nhân viên ngân hàng và cần có các hoạt động kiểm tra đánh giá hiệu quả ứng dụng công nghệ của từng bộ phận.

4.3.3. Nâng cao chất lượng các dịch vụ tài chính mới

Mặc dù đã có một số kết quả khả quan, tuy nhiên các sản phẩm tài chính mới do các NHTM Việt Nam cung cấp nhìn chung vẫn còn đơn điệu, chất lượng chưa cao. Các NHTM Việt Nam cần đầu tư phát triển nhiều loại hình dịch vụ ngân hàng hơn nữa, đồng thời nâng cao chất lượng của các dịch vụ này.

Các NHTM Việt Nam cần chủ động căn cứ vào nhu cầu của khách hàng (nhu cầu hiện tại và cả nhu cầu tương lai) để mở rộng các sản phẩm tài chính mới. Cần khai thác những tiện ích của hệ thống mới để nâng cao chất lượng các sản phẩm truyền thống, phát triển hơn nữa các sản phẩm tài chính sẵn có, đồng thời đưa ra những dịch vụ mới nhằm làm tăng sức cạnh tranh của các sản phẩm sản phẩm tài chính. Bên cạnh đó, các NHTM cũng phải quan tâm đặc biệt đến chất lượng dịch vụ cung cấp, tránh tình trạng chạy theo số lượng mà bỏ qua chất lượng dịch vụ. Chất lượng dịch vụ mới là yếu tố giữ khách hàng ở lại với ngân hàng. Nếu chất lượng dịch vụ không đảm bảo thì sự đa dạng và phát triển các dịch vụ sẽ không có ý nghĩa khi không được khách hàng sử dụng.

Các NHTM phải có ưu tiên trong việc phát triển các dịch vụ mới. Tùy theo đặc điểm hoạt động của từng ngân hàng, tùy chiến lược kinh doanh, tùy

từng đối tượng khách hàng mà phát triển dịch vụ ngân hàng tương ứng. Trong giai đoạn hiện nay, theo nhóm tác giả, các NHTM Việt Nam nên ưu tiên đầu tư phát triển các kênh phân phối hiện đại (internet banking, phone banking, ATM...), tập trung khai thác hết các tiện ích của core banking... Bên cạnh đó, các NHTM cũng cần mạnh dạn hơn nữa trong việc triển khai các loại chứng khoán phái sinh, cung cấp hàng hóa cho thị trường chứng khoán. Trên cơ sở các loại chứng khoán phái sinh này, trong tương lai khi thị trường tài chính Việt Nam phát triển hơn, các NHTM Việt Nam có thể cung cấp các sản phẩm chứng khoán hóa (ví dụ phát hành trái phiếu, thương phiếu và bán các chứng khoán bảo đảm bằng tài sản (asset backed securities) như chứng khoán bảo đảm bằng tài sản thế chấp (mortgage backed securities), chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp (collateralised mortgage obligations), chứng khoán hóa trái phiếu (collateralised bond obligations – CBOs), chứng khoán hóa các khoản nợ (collateralised debt obligations - CDOs...)). Ngoài ra, các NHTM cũng cần quan tâm phát triển các dịch vụ như quản trị tiền mặt, quản trị đầu tư, quản trị rủi ro...

4.3.4. Nâng cao năng lực quản trị và phòng ngừa rủi ro

Các sản phẩm tài chính mới đem lại nhiều lợi ích các tổ chức tài chính nhưng cũng hàm chứa rất nhiều rủi ro. Các NHTM có thể phải chịu tổn thất rất lớn nếu cung cấp dịch vụ mà chưa có các biện pháp quản trị và phòng ngừa rủi ro cho các dịch vụ mới này. Hiện nay, hoạt động quản trị rủi ro của NHTM nói chung và đối với các DVNHHĐ của các NHTM Việt Nam còn nhiều hạn chế. Các NHTM Việt Nam cần phải nâng cao năng lực quản trị rủi ro của mình để có thể phát triển thành công các dịch vụ mới.

Đối với những dịch vụ ứng dụng công nghệ thông tin cao phát triển trên hệ thống core banking như thẻ, ATM, internet banking..., các NHTM phải đặc biệt chú trọng đến vấn đề bảo mật thông tin, phòng chống rủi ro tội phạm và lừa đảo. Các NH cần thiết lập các biện pháp bảo mật hệ thống (bảo mật máy chủ, mã hóa dữ liệu, máy chủ web sử dụng chức thực điện tử CA...), bảo mật dữ liệu (mã hóa các dữ liệu trên đường truyền sử dụng các công nghệ như SSL 128 bit, bảo mật mức giao diện...), bảo mật các ứng dụng (như các giao dịch thanh toán thẻ

tín dụng phải tuân thủ theo chuẩn bảo mật của Visa, Mastercard: Verified by VISA, MasterCard SecureCode...) và bảo mật giao dịch (theo dõi và quản lý được giao dịch của toàn bộ hệ thống, lưu vết và lập báo cáo các giao dịch, sử dụng mã phê duyệt cho từng giao dịch...). Các NHTM cũng cần có các giải pháp dự phòng rủi ro, đảm bảo các tính năng lưu trữ dự phòng hoạt động liên tục (hệ thống máy chủ sẵn sàng cao, có hệ thống đường truyền dự phòng, có trung tâm phục hồi sau sự cố, có hệ thống back-up...)...

Ngoài các biện pháp bảo mật thông tin của ngân hàng, các NH cũng cần tận tình hướng dẫn khách hàng sử dụng áp dụng các biện pháp phòng ngừa rủi ro khi sử dụng các sản phẩm tài chính mới. Đối với các dịch vụ mới phức tạp, đòi hỏi trình độ quản trị rủi ro cao như các dịch vụ cung cấp cho doanh nghiệp: bao thanh toán, chứng khoán phái sinh, đồng tài trợ... và các dịch vụ mới như bảo hiểm, chứng khoán, quản trị tài sản... các NHTM cũng phải có các biện pháp quản trị rủi ro phù hợp. Xu thế chung trên thế giới hiện nay là các NHTM chuyển dần sang các hoạt động ngoại bảng, tăng nguồn thu từ các hoạt động phi tín dụng. Vì lẽ đó, quản trị rủi ro cũng phải được mở rộng, không chỉ quản trị rủi ro đối với tài sản có, tài sản nợ, tính thanh khoản truyền thống mà phải quản trị cả rủi ro phát sinh từ các giao dịch ngoại bảng. Ngay cả loại rủi ro mà các ngân hàng Việt Nam có nhiều kinh nghiệm quản trị nhất là rủi ro tín dụng cũng có những biểu hiện rất phức tạp khi các NH cung cấp các sản phẩm mới. Đơn cử như các công cụ phái sinh, nếu một NHTM quyết định cung cấp chứng khoán phái sinh, họ sẽ phải chịu rủi ro thị trường khi có biến động bất lợi trong giá của tài khoản cơ sở. Chứng khoán phái sinh cũng gắn liền với một loại các rủi ro hoạt động như rủi ro gian lận, rủi ro pháp lý... Nhiều loại rủi ro trên thực tế luôn tồn tại, đặc biệt khi các NHTM hoạt động trong môi trường toàn cầu, tuy nhiên, các chứng khoán phái sinh đã tách rời (unbundle) những rủi ro này, làm cho chúng trở nên rõ ràng hơn (trước đó, các rủi ro đó thường bị tính gộp luôn vào giá cả của khoản vay). Tương tự, khi ngân hàng mở rộng lĩnh vực hoạt động sang các dịch vụ mới như bảo hiểm, chứng khoán, họ cũng sẽ phải đối mặt với rất nhiều rủi ro mới đòi hỏi họ phải thiết lập được một hệ thống quản trị rủi ro cao cấp.

Đối với những dịch vụ này, các NHTM Việt Nam phải từng bước áp dụng những công cụ quản trị rủi ro hiện đại như các công cụ quản trị rủi ro thị trường RAROC⁴³ (Risk adjusted return on capital), VAR⁴⁴ (value at risk), stress testing..., các công cụ quản trị rủi ro tín dụng như mô hình KMV hay mô hình Credit RiskmetricsTM...

Để thực hiện được những điều này, các NHTM có thể nên thiết lập một bộ phận chuyên trách nghiên cứu về các công cụ quản trị rủi ro mới này. Trên cơ sở học tập kinh nghiệm của các NH tiên tiến trên thế giới và căn cứ vào điều kiện cụ thể của doanh nghiệp, bộ phận này sẽ có đề xuất cách thức và phương pháp phù hợp nhất để áp dụng các công cụ quản trị rủi ro hiện đại này. Bộ phận này cũng sẽ chịu trách nhiệm lên kế hoạch thực hiện và hướng dẫn các bộ phận cung cấp dịch vụ ứng dụng các công cụ mới này trong hoạt động.

4.3.5. Nâng cao vốn tự có của các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán

a. Đối với công ty chứng khoán

Hầu hết các công ty chứng khoán hiện nay đều là các công ty con trực thuộc các NHTM. Kinh nghiệm quốc tế nói chung, trong đó có kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, sự phát triển vững chắc của một TTCK phụ thuộc rất lớn vào hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, vào môi trường pháp lý, vào kỹ thuật nghiệp vụ vận hành thị trường, tổ chức thị trường. Thực tế cũng cho thấy sự đa dạng, phong phú, có kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường có ảnh hưởng rất quan trọng đến việc thúc đẩy TTCK phát triển nói chung, đẩy nhanh việc phát triển và áp dụng các sản phẩm tài chính mới đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Bởi vậy việc khuyến khích, tạo điều kiện cho việc thành lập mới và đi vào hoạt động có hiệu quả của các Công ty kinh doanh chứng khoán, cũng như các quỹ đầu tư,... là hết sức cần thiết trong chiến lược đẩy nhanh sự phát triển vững chắc của thị trường chứng khoán,

⁴³ RAROC thường được sử dụng để quản trị rủi ro liên quan đến các bộ phận khác nhau trong một ngân hàng và đánh giá kết quả hoạt động

⁴⁴ VAR xác định cho NH một con số mà theo đó, về nguyên tắc, giúp NH đảm bảo họ có đủ vốn để dự phòng cho các rủi ro thị trường gặp phải.

là tiền đề đẩy nhanh việc phát triển các sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng.

Tuy nhiên quy mô vốn của các Công ty chứng khoán còn quá nhỏ, trong năm 2006 bình quân vốn điều lệ của mỗi công ty mới chỉ có dưới 100 tỷ đồng, tăng 29% so với mức bình quân của năm 2005, năm 2007 bình quân mỗi công ty cũng chỉ có số vốn 150 tỷ đồng. Cần phải nâng mức vốn điều lệ theo quy định lên 400 tỷ đồng trong các năm 2008 – 2009 và đến năm 2010 - 2015 phải đạt 500 tỷ đồng.

Việc nâng số vốn điều lệ cần kết hợp với nâng cao chất lượng hoạt động của các Công ty chứng khoán. Cần có chế tài về đầu tư hiện đại hoá công nghệ, về trình độ cán bộ, về chất lượng và tính ổn định của giao dịch kinh doanh chứng khoán, giao dịch với khách hàng của các công ty chứng khoán.

b. Đối với hệ thống ngân hàng

Các NHTM phải nâng cao năng lực tài chính để có nền tảng vững chắc về vốn, trên cơ sở đó, có thể phát triển thành công các sản phẩm tài chính mới

Đối với khối NHTM Nhà nước, hiện nay NHNN đã có rất nhiều chính sách để hỗ trợ các NHTMNN tăng vốn điều lệ (các NH có thể giữ lại phần thu thuế sử dụng vốn để tăng vốn tự có, cho phép chuyển phần vốn vay từ World Bank và IMF theo chương trình tái cơ cấu cho các NHTMNN...). Bên cạnh đó, bản thân các NH cũng đã tích cực tăng cường hiệu quả hoạt động nhằm đạt mức lợi nhuận cao, trên cơ sở đó tăng mức tích lũy để tăng vốn điều lệ. Mặc dù vậy, vốn điều lệ của các NHTMNN vẫn ở mức rất thấp so với các nước trong khu vực.

Một giải pháp được dư luận và giới ngân hàng đặc biệt quan tâm trong thời gian gần đây là *cổ phần hóa (CPH) các NHTMNN*. Đây được coi là giải pháp quan trọng nhất giúp các NHTMNN nhanh chóng tăng vốn điều lệ, đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn, đồng thời đây cũng là giải pháp góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động và trình độ quản lý của các NHTMNN. Để kiểm soát hoạt động của một NHTMNN, Nhà nước chỉ cần nắm trên 50% vốn cổ phần chứ không

nhất thiết phải nắm 100% vốn của ngân hàng đó. Sự tham gia của các cổ đông bên ngoài, bao gồm cả các cổ đông nước ngoài còn làm tăng sự giám sát của công chúng đối với hoạt động ngân hàng, góp phần làm hoạt động của ngân hàng lành mạnh và minh bạch hơn. Nhờ đó, vai trò kiểm soát hoạt động của các NH của nhà nước không những bị yếu đi mà còn có thể được củng cố hơn.

Về mặt nguyên tắc, CPH các NHTMNN cũng tương tự như CPH các doanh nghiệp khác, song do vai trò đặc biệt quan trọng của các NHTMNN nói chung trong nền kinh tế nên vấn đề CPH các NHTMNN đòi hỏi phải thận trọng hơn nhiều so với các doanh nghiệp nhà nước khác. Mặc dù thận trọng là cần thiết tuy nhiên quá trình CPH các NHTMNN Việt Nam hiện nay diễn ra quá chậm. Tháng 9 – 2004, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 230 về việc thí điểm cổ phần hóa Ngân hàng Ngoại thương. Tuy nhiên, quá trình chuẩn bị cho CPH ở NH Ngoại thương diễn ra khá chậm. Các mốc thời gian để CPH lần lượt trôi qua do những nguyên nhân khách quan và chủ quan. Phải đến ngày 26/9/2007, tức là sau 3 năm, Thủ tướng Chính phủ mới ban hành được quyết định phê duyệt phương án cổ phần hóa Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam. Theo kế hoạch⁴⁵, đến cuối năm 2007, bốn ngân hàng thương mại nhà nước hàng đầu Việt Nam (Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Ngân hàng Công thương Việt Nam và Ngân hàng Phát triển nhà đồng bằng sông Cửu Long), sẽ phải hoàn tất việc niêm yết cổ phiếu trên thị trường trong nước. Tuy nhiên, vào thời điểm tháng 10.2007, có thể nói, mục tiêu này rất khó có thể đạt được. Các NHTMNN cần phải đẩy nhanh hơn nữa quá trình CPH, thực hiện CPH 3 NHTMNN (BIDV, ICB và MHB) trong đầu năm 2008 và tiến hành CPH NH No&PTNT muộn nhất vào năm 2009, chuẩn bị kịp thời cho các NHTMNN Việt Nam đối mặt với áp lực cạnh tranh gay gắt từ các NH nước ngoài khi các rào cản đối với những NH này vào năm 2010.

Đối với các NHTMCP: Các NHTMCP đang có rất nhiều thuận lợi trong việc nâng cao vốn điều lệ thông qua việc kêu gọi thêm vốn từ các cổ đông, đặc

⁴⁵ Chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ tại cuộc họp của Văn phòng Chính phủ với 4 NHTMNN ngày 2/1/2007.

biệt là các cổ đông nước ngoài. Từ năm 2003 đến nay, đặc biệt là năm 2005, 2006, vốn điều lệ của các NHTM CP Việt Nam đã có tốc độ tăng trưởng mạnh. Hiện tại, sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đến các NHTMCP đặc biệt lớn. HSBC đã tăng số cổ phần của mình trong Techcombank lên 15%, OCBC Singapore nắm giữ 10% cổ phần của VP Bank, Deutsche Bank nắm giữ 10% cổ phần NH Habubank... Sự tham gia của các ngân hàng nước ngoài với tư cách cổ đông sẽ góp phần giúp tăng cường hoạt động của các NH trong nước, đặc biệt trong lĩnh vực quản trị điều hành. Khi các ngân hàng này trở thành đối tác chiến lược, họ sẽ giúp đỡ phía Việt Nam về vốn, thương hiệu, phát triển sản phẩm, chuyển giao công nghệ, đào tạo và bồi dưỡng nhân sự. Tóm lại đối tác chiến lược sẽ giúp đỡ ngân hàng Việt cả về sản phẩm, marketing, tài chính và nhân sự. Vì vậy đối tác chiến lược nước ngoài có ý nghĩa rất quan trọng vì họ mang đến cho ngân hàng Việt Nam những kinh nghiệm lâu đời về thành công và thất bại trong quá trình phát triển. Kinh nghiệm của các ngân hàng như Techcombank, ACB, VP Bank đã chứng minh điều đó.

Bên cạnh đó, việc tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán (NH ACB, NH Sacombank) cũng mở ra một hướng huy động vốn hiệu quả cho các NHTMCP. Nhiều NHTMCP đang chuẩn bị theo bước ACB và Sacombank niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

4.3.6. Tăng cường các hoạt động marketing, quan hệ khách hàng

Đề đa dạng hóa các sản phẩm tài chính, ngoài việc cung cấp cho khách hàng thì hoạt động marketing, giới thiệu các sản phẩm mới của ngân hàng đến khách hàng thực sự quan trọng. Bởi lẽ đó là các dịch vụ mới, nhận thức về các dịch vụ này trong quần chúng dân cư còn nhiều hạn chế. Điều này đòi hỏi các ngân hàng phải có chiến lược marketing mạnh để kéo khách hàng về với ngân hàng. Tuy nhiên, hiện nay ở Việt Nam, công tác marketing của các ngân hàng với các dịch vụ mới nhìn chung vẫn chưa thực sự được coi trọng và có hiệu quả, chưa giới thiệu các dịch vụ này rộng rãi ra công chúng và chưa khuyến khích được mọi người sử dụng.

Các NHTM cần phải đẩy mạnh hoạt động marketing các dịch vụ mới, giúp khách hàng nhận biết rõ lợi ích khi sử dụng những dịch vụ này. Đối với các dịch vụ như thẻ hay kênh phân phối, các ngân hàng có thể thực hiện chiến lược marketing đại trà trên các phương tiện thông tin đại chúng... Đối với các dịch vụ dành cho doanh nghiệp phức tạp hơn như chứng khoán phái sinh, quản trị tài sản..., các ngân hàng có thể chọn phương thức tiếp thị trực tiếp: lựa chọn và huấn luyện kiến thức tiếp thị cho những nhân viên thật sự am hiểu về sản phẩm để trực tiếp giới thiệu và chào bán cho khách hàng. Ngoài ra, về lâu dài cần lập ra bộ phận chuyên tư vấn và hỗ trợ cho khách hàng tìm kiếm thông tin, cách thức sử dụng dịch vụ mới cho cả hai mục tiêu kinh doanh và hạn chế rủi ro.

Ngoài ra, điểm đặc biệt trong chiến lược marketing đối với các sản phẩm tài chính mới là phải xây dựng được một chính sách khách hàng linh hoạt. Theo một điều tra được công bố năm 2003 của nhóm tác giả thuộc trường Đại học Oulu, Phần lan, khách hàng sử dụng dịch vụ ngân hàng hiện đại thường có xu thế ít trung thành hơn so với khách hàng sử dụng dịch vụ truyền thống⁴⁶. Vì vậy, bên cạnh việc nghiên cứu, cải tiến các sản phẩm cung cấp, các NH cần chú trọng đến chất lượng mối quan hệ với khách hàng, đảm bảo khách hàng luôn được hài lòng khi sử dụng các dịch vụ của ngân hàng, không chỉ vì chất lượng dịch vụ mà còn vì chất lượng phục vụ.

Chính sách khách hàng linh hoạt có thể được thực hiện với những công việc cụ thể sau:

Thứ nhất, thành lập bộ phận Quan hệ khách hàng. Hiện nay, một số NHTM Việt Nam đã bắt đầu thành lập bộ phận Quan hệ khách hàng để có thể phục vụ tốt nhất mọi nhu cầu của khách hàng.

Thứ hai, nâng cao thái độ phục vụ của đội ngũ nhân viên giao dịch. Quan hệ khách hàng bắt đầu từ đội ngũ nhân viên giao dịch. Các NHTM Việt Nam có

⁴⁶ Karjalainen, H.; Koivumäki, T.; Salo, J. (2003), "Individual differences in private banking: empirical evidence from Finland", *Proceedings of the 36th Annual Hawaii International Conference on System Sciences*, 6-9 Jan. 2003, pp. 196 - 205.

thể học hỏi kinh nghiệm các ngân hàng nước ngoài để xây dựng các chuẩn mực trong giao tiếp với khách hàng dành cho các nhân viên giao dịch, thực hiện đào tạo, tập huấn các nhân viên đồng thời tiến hành đánh giá định kỳ các chuẩn mực này.

Thứ ba, xây dựng một hệ thống Quản trị quan hệ khách hàng (Customer Relation Management – CRM) để thực hiện hoạt động này một cách có hiệu quả.

Thứ tư, ứng dụng công nghệ để nâng cao quan hệ với khách hàng. Với sự hỗ trợ của công nghệ (core banking), các NH có thể thu thập và lưu trữ thông tin theo từng khách hàng chứ không phải theo từng giao dịch như trước kia. Điều này tạo điều kiện cho các ngân hàng đánh giá khách hàng được tốt hơn, từ đó có thể nhanh chóng phát hiện những cơ hội kinh doanh tìm kiếm những giải pháp phát triển sản phẩm mới hay đổi mới phương thức phục vụ nhằm cung cấp các sản phẩm có chất lượng cao với chi phí hợp lý.

Thứ năm, các NHTM cũng nên phát triển các trung tâm Contact Center 24/7. Theo một điều tra của Genesys⁴⁷, 78% số người được hỏi cho rằng các nhân viên tại trung tâm khách hàng có ảnh hưởng tích cực đến quan điểm của khách hàng về ngân hàng, 74% sẽ kinh doanh với ngân hàng sau khi có kinh nghiệm tốt với trung tâm khách hàng và 85% sẽ ngừng giao dịch với ngân hàng nếu không hài lòng với trung tâm khách hàng của ngân hàng đó. Các trung tâm này, không chỉ là cầu nối giữa khách hàng với các bộ phận chức năng, giải đáp các thắc mắc của các khách hàng mà còn là một kênh hiệu quả để giới thiệu hình ảnh và các dịch vụ của ngân hàng đến với khách hàng.

4.3.7. Tập trung phát triển nguồn nhân lực

Để phát triển thành công các DVNHHĐ, nguồn nhân lực đóng vai trò quyết định. Hiện nay, đội ngũ cán bộ của hệ thống ngân hàng khá đông nhưng trình độ am hiểu về luật pháp trong nước và quốc tế, về chuyên môn nghiệp vụ, và đặc biệt về các dịch vụ mới... còn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của

⁴⁷ Joseph Lim, *The development of customer-centric contact center and customer service*, Banking Vietnam 2007

hệ thống ngân hàng hiện đại, yêu cầu của hội nhập quốc tế. Thực tế đã chứng minh sự yếu kém trong năng lực điều hành và năng lực chuyên môn của các nhà quản trị cũng như của đội ngũ nhân viên là nguyên nhân làm giảm hiệu quả của hoạt động kinh doanh NH. Trong xu thế hội nhập của mọi hoạt động kinh doanh NH trong đó có các DVNHHĐ, các NHTM cần phải gấp rút hơn nữa trong việc xây dựng, đào tạo cho mình một đội ngũ các nhà quản trị có năng lực, một đội ngũ cán bộ nghiệp vụ giỏi về chuyên môn, trong sáng về đạo đức.

Do phát triển nguồn nhân lực nói chung là một chiến lược lớn của các NHTM, nên trong phần này, nhóm tác giả sẽ không đề xuất những giải pháp liên quan đến việc phát triển nguồn nhân lực chung của NHTM mà chỉ tập trung vào các giải pháp gắn với việc phát triển nguồn nhân lực cung cấp các sản phẩm tài chính mới.

Thứ nhất, các NHTM cần đặc biệt quan tâm tới công tác đào tạo, trang bị kiến thức, kỹ năng cho cán bộ NH về các dịch vụ mới và các kỹ năng bổ trợ như ngoại ngữ, tin học. Cán bộ NH trong các bộ phận triển khai dịch vụ mới không chỉ nắm được các sản phẩm mới của bộ phận mình phụ trách mà còn cần phải nắm rõ các sản phẩm khác mà NH đang triển khai để có thể giới thiệu cho khách hàng, tạo điều kiện cho ngân hàng bán chéo (cross selling) sản phẩm.

Trong công tác đào tạo, các NHTM có thể tiến hành các công việc cụ thể sau:

- Cần tiến hành đưa các cán bộ có năng lực đi khảo sát thực tế ở các nước tiến tiến đang triển khai các sản phẩm tài chính mới để học hỏi kinh nghiệm và các kỹ thuật chuyên môn.
- Tổ chức các khoá đào tạo tại chỗ nhằm trang bị kiến thức chuyên môn và thức pháp luật cho đội ngũ nhân viên dưới hình thức mời các chuyên gia giàu kinh nghiệm giảng dạy.
- Đẩy mạnh hợp tác quốc tế trong lĩnh vực đào tạo. Đặc biệt đối với những dịch vụ phức tạp như chứng khoán phái sinh, đầu tư, quản trị tài sản, chứng khoán hóa..., các NHTM có thể phải, thông qua các đối

tác chiến lược nước ngoài, gửi nhân viên đi học tập ở nước ngoài. Sự hợp tác trong nghiên cứu, trao đổi giảng viên giữa các NHTM với các cơ sở đào tạo ở một số nước có kinh nghiệm về triển khai các sản phẩm dịch vụ hiện đại chính là con đường để cải thiện chất lượng đào tạo nguồn nhân lực.

Thứ hai, các NHTM cần tạo cho đội ngũ nhân viên tác phong làm việc chuyên nghiệp, thái độ tận tình với khách hàng. Thái độ của nhân viên đối với khách hàng là một trong những nhân tố quyết định giữ chân khách hàng ở lại với ngân hàng.

4.3.8. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế và tăng cường sự hợp tác liên kết giữa các ngân hàng thương mại trong nước và hợp tác quốc tế

Một nhân tố rất quan trọng thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thời gian qua là nghiệp vụ Repo của các Công ty chứng khoán và nghiệp vụ cho vay cầm cố cổ phiếu của các NHTM cổ phần cho khách hàng vay vốn để mua cổ phiếu. Hiện nay trong cả nước dư nợ cho vay cầm cố cổ phiếu để đầu tư chứng khoán theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước là đang chiếm khoảng 2,5% tổng dư nợ của các NHTM. Đó chưa phải là con số đáng lo ngại. Tuy rằng tỷ lệ này của một số NHTM cổ phần lên tới 7 – 8%, cá biệt có một NHTM cổ phần quy mô nhỏ chiếm tới 40%.

Tất nhiên hơn ai hết chính các NHTM cổ phần cần chủ động, tự mình quản trị rủi ro cho mình. Với thời gian triển khai chưa dài, các NHTM cổ phần cần tự mình đánh giá lại để có biện pháp gia tăng quản lý tín dụng cần thiết. Ngân hàng Nhà nước chỉ nên quy định khung quản lý phù hợp với Luật các Tổ chức tín dụng và đưa ra cảnh báo, chứ không can thiệp sâu vào nghiệp vụ cụ thể về cho vay cầm cố mua cổ phiếu và hoạt động kinh doanh của các Ngân hàng thương mại.

Trong bối cảnh cạnh tranh quốc tế ngày càng khốc liệt, đặc biệt cạnh tranh trong việc cung cấp các sản phẩm tài chính ngân hàng, các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán trong nước cần tăng cường hợp tác trong việc cung ứng dịch vụ, học hỏi kinh nghiệm của nhau và cung cấp tiện ích tối đa cho người sử dụng.

Thứ nhất, các ngân hàng cần chủ động hợp tác trong lĩnh vực công nghệ. Việc trước mắt cần làm là phải đẩy nhanh quá trình kết nối các máy ATM của các ngân hàng.

Thứ hai, hợp tác trong lĩnh vực cung ứng dịch vụ. Các NHTM, các tổ chức tài chính Việt Nam có thể hợp tác với nhau để cùng nhau cung cấp một số dịch vụ mới ra thị trường. Hợp tác giữa các tổ chức tài chính sẽ giúp các NH đủ tiềm lực tài chính để đầu tư vào các dự án lớn, cung cấp những dịch vụ cần nhiều vốn đầu tư. Với các NHTM Việt Nam vốn ít, kinh nghiệm quản trị còn nhiều hạn chế thì hợp tác chính là một trong những yếu tố giúp họ có thể triển khai hiệu quả các dịch vụ mới.

Bên cạnh các quan hệ hợp tác trong nước, các ngân hàng cần chủ động tham gia và chuẩn bị đủ năng lực để kiểm soát quá trình hội nhập khu vực và quốc tế. Tăng cường sự hợp tác về lĩnh vực công nghệ, đào tạo với các tổ chức và ngân hàng quốc tế để tranh thủ sự hỗ trợ về tài chính, kỹ thuật của các nước, trên cơ sở đó phát triển và kiện toàn nền tảng cơ sở hạ tầng ngân hàng hiện đại theo chuẩn quốc tế.

4.4. Giải pháp để thực hiện các cam kết về tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam

4.4.1. Định hướng tiếp tục lộ trình tự do hóa tài chính theo các cam kết trong WTO của Việt Nam

Từ những phân tích quá trình tự do hóa tài chính theo WTO tại một số nước ở chương II, có thể thấy rằng, để tự do hóa tài chính theo WTO thành công, Việt Nam cần phải có những điều kiện sau:

- Sự phù hợp về mục tiêu và biện pháp của các chính sách vĩ mô
- Sự vững mạnh của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ
- Sự hữu hiệu của cơ chế giám sát và quản lý thận trọng trong hoạt động của các ngân hàng
- Thị trường vốn phát triển

Căn cứ vào các bài học kinh nghiệm nêu ra trong chương II và thực tế quá trình tự do hoá tài chính ở Việt Nam, Việt Nam nên tiếp tục tự do hoá tài chính theo ***các định hướng*** như sau:

+ Tự do hóa tài chính phải tiến hành theo lộ trình, bước đi chủ động, thận trọng và hiệu quả, duy trì và góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, mục đích cuối cùng là nhằm phát triển kinh tế với tốc độ cao và bền vững.

Về lộ trình tự do hóa: Việt Nam nên tiếp tục tập trung vào tự do hoá đầu tư trực tiếp nước ngoài trước đầu tư gián tiếp và các khoản vay ngân hàng. Nên thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài vào trước đầu tư trực tiếp ra nước ngoài để tạo vốn và tạo động lực phát triển cho nền kinh tế. Luồng vốn ngắn hạn được tự do sau luồng vốn dài hạn. Trước thực tế thị trường tài chính Việt Nam mới phát triển ở giai đoạn đầu, Việt Nam không nên tự do hoá hoàn toàn các giao dịch vốn.

+ Tự do hóa tài chính phải nằm trong sự kiểm tra, giám sát chặt chẽ của nhà nước bằng pháp luật, bằng các công cụ điều tiết về kinh tế nhằm đảm bảo an ninh tiền tệ quốc gia. Cùng với quá trình tự do hoá tài chính và mở cửa thị trường, cần phải bảo đảm các yếu tố bên trong có sự cải cách tương xứng về khung pháp lý, hệ thống quy chế an toàn, giám sát tài chính và quản trị rủi ro, hạ tầng công nghệ. Đặc biệt, cần nâng cao yêu cầu về tính minh bạch, tính có thể dự đoán được của chính sách và công khai thông tin.

+ Cải cách cấu trúc thể chế tài chính, theo các hướng như: tăng cường sự tham gia của ngân hàng nước ngoài; phát triển thị trường trái phiếu và thị trường tài chính phái sinh. Ngoài ra, các nước đang phát triển thực hiện mở cửa thị

trường dịch vụ tài chính trên cơ sở quy định thận trọng. Kinh nghiệm mở cửa thị trường dịch vụ ở nhiều nước trên thế giới cho thấy, sự tham gia của các ngân hàng nước ngoài nhiều khi không đóng vai trò nhiều lắm trong phân bổ hiệu quả các nguồn tín dụng cho nền kinh tế. Tình trạng phổ biến ở các nước đang và kém phát triển là ngân hàng nước ngoài chỉ chọn những khách hàng làm ăn có lãi, rủi ro thấp nhất và đẩy các doanh nghiệp còn lại (rủi ro hơn) cho ngân hàng trong nước. Vì thế, cần căn cứ vào tình hình thực tiễn của đất nước để có chính sách thích hợp với sự hiện diện của các tổ chức tài chính nước ngoài.

+ Tự do hoá thương mại cần tiếp tục tiến hành song song với tự do hoá tài chính và là nền tảng vững chắc của tự do hóa tài chính.

Bảng 4.2 cho thấy, đến năm 2015, Việt Nam cơ bản hoàn thành các cam kết trong WTO. Cụ thể, năm 2011 là mốc Việt Nam xóa bỏ hết hạn chế về gia nhập thị trường đối với ngân hàng nước ngoài và doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ nước ngoài đồng thời cho phép thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài, chi nhánh công ty chứng khoán nước ngoài. Đến năm 2015, Việt Nam hoàn thành phát triển thị trường vốn và tự do hoá tài khoản vốn.

Bảng 4.2. Lộ trình tự do hóa thị trường dịch vụ tài chính Việt Nam

Năm	Các biện pháp thực hiện
2011	<ul style="list-style-type: none"> - Xóa bỏ hết hạn chế hoạt động ngân hàng 100% vốn nước ngoài. - Cho phép thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài, chi nhánh công ty chứng khoán nước ngoài. - Chi nhánh doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài được cung cấp dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ.
2015	Hoàn thành phát triển thị trường vốn, tự do hoá tài khoản vốn, tự do hoá dịch vụ tài chính.

Nguồn: Ngân hàng nhà nước Việt Nam

4.4.2. Các giải pháp chung

Tự do hoá tài chính, hay tự do hóa tài chính trong WTO, đòi hỏi một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định nhằm hấp thụ đầy đủ các lợi ích và giảm thiểu rủi ro. Mặt khác, những sai lầm về mặt chính sách có thể tác hại hơn khi thị trường tài chính chưa phát triển, niềm tin vào cơ chế chính sách mới chưa rõ ràng và kinh nghiệm quản lý vĩ mô còn non nớt. Do vậy, quản lý vĩ mô thận trọng có vai trò rất quan trọng đảm bảo tiến trình tự do hoá thành công. Đây là bài học kinh nghiệm đắt giá trong quá trình tự do hoá tài chính của Hàn Quốc. Dưới đây là một số giải pháp cải cách kinh tế vĩ mô cơ bản.

4.4.2.1 Thực hiện chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt.

Bài học chính về chính sách kinh tế vĩ mô từ kinh nghiệm của các quốc gia là một nước nên áp dụng chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt để đối phó hiệu quả với sự phát triển khá nóng của dòng vốn nước ngoài ngắn hạn và, trong nhiều trường hợp, làm giảm khả năng dễ bị tổn thương bởi sự đảo ngược của dòng vốn này.

Về lâu dài, Việt Nam nên **chuyển sang điều hành tỷ giá theo kiểu dải băng tỷ giá trượt crawling band**, tức là dải băng tỷ giá trượt về tỷ giá cân bằng dài hạn phù hợp với các chỉ số kinh tế cơ bản của Việt Nam. **Trước mắt**, có 2 vấn đề NHNN nên xem xét: **(1) bề rộng của dải băng**; và **(2) xác định ngang giá trung tâm hướng vào tỷ giá thực tế cân bằng dài hạn**.

Thứ nhất, chiều rộng dự kiến của dải băng tùy thuộc vào mức độ độc lập của một chính sách tiền tệ. Phạm vi tỷ giá lệch khỏi ngang giá trung tâm càng lớn, tức là khung càng rộng thì mức độ tự chủ chính sách tiền tệ của NHTW càng cao. Hiện nay, chính sách tài khoá ở Việt Nam bị giới hạn khá nghiêm ngặt, cụ thể như thâm hụt ngân sách bằng mọi giá không vượt quá 3% trên GDP, trong khi chỉ có 5/56 tỉnh thành có thu ngân sách điều tiết về trung ương. Bài học quản

lý kinh tế vĩ mô ở các nước cho thấy, trong điều kiện không tự chủ được chính sách tài khóa thì chỉ còn một cửa duy nhất là *tăng tính linh hoạt trong chính sách tiền tệ của NHTW* bằng cách *mở tương đối rộng dải băng tỷ giá*. Một số giải pháp đối với dải băng tỷ giá của đồng Việt Nam như sau:

- Trước mắt ***tăng dần biên độ dao động tỷ giá lên 3-7%. Từ năm 2010, Việt Nam có thể xóa bỏ biên độ dao động***, NHNN chỉ thực hiện can thiệp vào thị trường ngoại tệ liên ngân hàng khi cần thiết bằng biện pháp vô hiệu hoá.

- ***Neo tỷ giá đồng VND theo một rổ tiền tệ*** bao gồm USD, euro, yen Nhật chứ không theo USD như hiện nay

- ***Dải băng tỷ giá tính theo bình quân gia quyền trong rổ tiền tệ***, nghĩa là nếu như có những thời điểm tỷ giá đồng Việt Nam và USD vượt qua biên độ 7% nhưng tỷ giá đồng Việt Nam và euro, tỷ giá đồng Việt Nam và yen Nhật thấp hơn 7% thì NHTW vẫn không can thiệp vào tỷ giá đồng Việt Nam và USD. Biên độ dải băng thực chỉ có các quan chức NHTW nắm bắt và quản lý linh hoạt trong từng giai đoạn.

Thứ hai, xác định ngang giá trung tâm hướng vào tỷ giá thực tế cân bằng dài hạn. Các kinh nghiệm của Chilê, Colombia và các nước Đông Á cho thấy việc ấn định ngang giá trung tâm là nhằm mục tiêu duy trì tính cạnh tranh của hàng hóa nội địa trên thị trường thế giới. Ngang giá trung tâm nên xác định theo tỷ giá thực cân bằng dài hạn để ngăn chặn các dự kiến về các tái sắp xếp riêng rẽ của thị trường. Trong điều kiện dự trữ ngoại hối của chúng ta còn thấp lại đi kèm với thâm hụt liên tục cán cân tài khoản vãng lai thì điều chỉnh ngang giá không chỉ theo chênh lệch giữa lạm phát trong nước và nước ngoài mà còn phải chú ý đến các thay đổi trong các tỷ giá thực tế cân bằng cơ bản, thường do các thay đổi thường xuyên trong các yếu tố cơ bản của nền kinh tế, như thay đổi trong tỷ lệ xuất nhập khẩu, tiến trình thực hiện AFTA và cam kết trong WTO, mức thâm hụt ngân sách và các điều kiện trong các thị trường tài chính bên ngoài.

Những nghiên cứu gần đây của IMF càng bổ sung thêm cho nhận định trên khi cả 5 nền kinh tế Đông Nam Á gần gũi với chúng ta là Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan đều theo dấu khá sát các giá trị cân bằng dài hạn trong suốt các thời kỳ các dòng vốn quốc tế chảy vào các quốc gia này. [1]

4.4.2.2 Thực hiện chính sách tiền tệ theo hướng ổn định

Kinh nghiệm các nước cho thấy hai trong số những nguy cơ chính xảy ra từ chính sách tiền tệ mở rộng đối với hệ thống tài chính nằm ở tình trạng cho vay bừa bãi và lạm phát cao. Cơ chế vận hành cơ bản như sau: việc mở rộng tiền tệ cho phép ngân hàng dễ dàng cung cấp tín dụng cho các công ty hoặc cho ngành bất động sản ở mức lãi suất thấp. Điều này dễ cho phép một số khoản vay rủi ro và đẩy giá tài sản như đất và nhà lên cao. Kết quả giá tiêu dùng bị kéo lên theo. Để duy trì sự ổn định về giá, NHTW buộc phải theo đuổi chính sách hạn chế bằng việc áp dụng lãi suất cao hơn. Chính sách tiền tệ thắt chặt làm giảm nhu cầu của nền kinh tế. Lãi suất cao và nhu cầu thấp tạo ra sự chênh lệch giữa chi phí cho vay và lợi tức đầu tư. Giá tài sản sau đó hạ xuống khi lợi tức từ tài sản không còn đủ chi trả chi phí vay tín dụng được nữa. Các ngân hàng do vậy gặp rất nhiều khoản vay xấu trong danh mục đầu tư của mình. Các biện pháp tịch thu tài sản của nhà đầu tư chỉ có thể giúp ích phần nào vì giá trị tín dụng đã vượt quá nhiều so với giá trị tài sản. Vấn đề nợ xấu còn có thể lớn hơn khi nhiều ngân hàng chủ quan cho vay trước không cần thế chấp. Trong tình huống xấu nhất, các ngân hàng có thể không còn khả năng thu hồi nợ và nếu phần lớn ngành ngân hàng bị ảnh hưởng thì một cơn khủng hoảng ngân hàng sẽ nổ ra. Trên thực tế, đã có một số nước phát triển và đang phát triển gặp phải khủng hoảng ngân hàng như vậy. Nếu các nhà tạo lập chính sách sử dụng NHTW để giải quyết những vấn đề trong ngành ngân hàng như gia hạn tín dụng thì sự ổn định về giá

có thể bị ảnh hưởng nặng hơn. Một vòng luẩn quẩn giữa chính sách tiền tệ lỏng lẻo, lạm phát và các vấn đề trong ngành ngân hàng luôn luôn tồn tại.

Hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc phân phối vốn, đặc biệt là các nước đang phát triển như Việt Nam. Trong thời gian qua, ngân hàng có xu hướng gia tăng cho vay một cách dễ dàng hơn và gánh chịu rủi ro lớn hơn. Vì vậy, trước mắt, Việt Nam cần thi hành chính sách tiền tệ thắt chặt song song với quá trình kiềm chế lạm phát quá cao như trong thời gian gần đây. Tiếp theo, cần kiềm chế bùng nổ cho vay. Trong những trường hợp cần thiết, NHNN có thể tăng yêu cầu về dự trữ hoặc tăng yêu cầu về độ rủi ro có thể chấp nhận được. Những hạn chế hợp lý này sẽ giúp làm dịu đi áp lực quá nóng của dòng chảy vốn ồ ạt và làm giảm bớt tính dễ bị tổn thương của hệ thống ngân hàng.

4.4.2.3 Thực hiện cải cách căn bản, toàn diện hệ thống giám sát tài chính

Chính sách tự do hoá tài chính nói chung và tự do hóa giao dịch vốn nói riêng chỉ có thể thực hiện khi một nước có hệ thống giám sát tài chính có hiệu quả. Để xây dựng một hệ thống giám sát hiệu quả, cần thực hiện các giải pháp như sau:

Thứ nhất, xây dựng và phát triển hệ thống quản trị doanh nghiệp trong lĩnh vực ngân hàng phù hợp với các thông lệ tốt và chuẩn mực quốc tế gắn liền với xây dựng văn hóa kinh doanh, tinh thần doanh nghiệp lành mạnh trong lĩnh vực ngân hàng. Đây là vấn đề then chốt nhằm tạo môi trường thuận lợi hình thành phong cách kinh doanh dựa trên cơ sở rủi ro và tăng cường kỷ luật thị trường, tính trách nhiệm và tính minh bạch trong hoạt động của các TCTD Việt Nam.

Thứ hai, hoàn thiện hệ thống qui chế quản lý và biện pháp thận trọng trong lĩnh vực ngân hàng theo hướng phù hợp với nguyên tắc thị trường và cam kết mở cửa thị trường dịch vụ ngân hàng; thúc đẩy cạnh tranh lành mạnh trên cơ

sở từng bước tạo sân chơi bình đẳng, loại bỏ các rào cản gia nhập thị trường và tiếp cận dịch vụ ngân hàng mà đã từng là nguyên nhân tạo lên sự bất bình đẳng và hạn chế cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng. Có biện pháp khuyến khích kết hợp cường chế các TCTD nâng cao năng lực quản trị rủi ro, đồng thời nâng cao các điều kiện cấp phép liên quan đến an toàn hoạt động và quản trị đối với các TCTD được thành lập mới.

Thứ ba, xây dựng thể chế giám sát ngân hàng mới đi đôi với thực hiện cơ chế giám sát dựa trên cơ sở rủi ro và xây dựng Luật Giám sát an toàn hoạt động ngân hàng trên nguyên tắc cải thiện tính độc lập gắn liền nâng cao với tính trách nhiệm và minh bạch của cơ quan giám sát ngân hàng.

Thứ tư, không ngừng hoàn thiện hạ tầng hỗ trợ giám sát an toàn hoạt động ngân hàng như: (i) đổi mới hệ thống kế toán ngân hàng phù hợp với các chuẩn mực kế toán quốc tế để tạo điều kiện thuận lợi cho các TCTD ứng dụng công nghệ quản trị ngân hàng hiện đại và tạo rào chắn chống lại sự lạm dụng và gian lận, trong đó đặc biệt lưu ý đến sự khác biệt giữa chuẩn mực kế toán Mỹ (GAAP) và chuẩn mực kế toán quốc tế (IFRS) trong xu hướng hợp nhất giữa hai chuẩn mực này; (ii) hiện đại hóa hạ tầng công nghệ và hệ thống thông tin, báo cáo phục vụ mục đích giám sát an toàn hoạt động ngân hàng; tăng cường các qui chế công bố thông tin; nâng cao chất lượng và mức độ tin cậy của thông tin thông qua cải thiện chất lượng và hiệu quả hoạt động kiểm toán độc lập; (iii) xây dựng và vận hành có hiệu quả cơ chế thực thi đấu tranh chống tội phạm trong lĩnh vực ngân hàng, trong đó quan tâm hơn đến việc hoàn thiện tổ chức bộ máy và cơ chế vận hành Trung tâm Thông tin chống rửa tiền. Cơ quan giám sát ngân hàng cần tăng cường trao đổi thông tin và phối hợp với các cơ quan giám sát tài chính trong nước trong việc triển khai giám sát hợp nhất và các cơ quan giám sát tài chính của các TCTD nước ngoài; (iv) đầu tư và phát triển nguồn nhân lực cho hệ thống giám sát ngân hàng phải đặc biệt được coi trọng và xem như nhân tố

quyết định để tạo ra chuyển biến có tính đột phá trong ngắn hạn và bảo đảm sự phát triển bền vững trong dài hạn của hệ thống giám sát ngân hàng.

4.4.2.4 Tiếp tục cải cách pháp luật về dịch vụ tài chính

Cải cách pháp luật vừa là yêu cầu bắt buộc của quá trình tự do hoá dịch vụ tài chính đồng thời là công cụ để nhà nước có thể kiểm soát, ngăn ngừa hay ít nhất là hạn chế các tác động xấu của quá trình tự do hóa dịch vụ tài chính.

- Việc cải cách các quy định trong lĩnh vực dịch vụ tài chính cần được thực hiện trên cơ sở so sánh sự phù hợp pháp luật nội địa với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế, trong đó có 25 nguyên tắc giám sát ngân hàng hiệu quả của Ủy ban Basel, các tiêu chuẩn về hệ thống thanh toán có tính hệ thống quan trọng, các thị trường chứng khoán, bảo hiểm, các tiêu chuẩn về kiểm toán bắt buộc và kế toán, các quy định về bảo hiểm tiền gửi...

- Pháp luật phải tạo môi trường cạnh tranh hợp lý bằng việc thiết lập các quy định hữu hiệu về cạnh tranh, các vấn đề về quyền tự do cá nhân và tính minh bạch thông tin và đạo đức nghề nghiệp. Tuy nhiên, các chính sách pháp luật cũng phải có những quy định thận trọng hợp lý nhằm hạn chế sự phá sản của các ngân hàng trong nước trước áp lực cạnh tranh gay gắt từ bên ngoài và làm tăng tính ổn định của hệ thống tài chính. Kinh nghiệm từ Đan Mạch và các nước Scandinavi vào cuối những năm 80 cho thấy đối với các nước đều có nền kinh tế vĩ mô phát triển tương tự nhau, việc giám sát tốt kết hợp với những chuẩn mực thận trọng mang tính ép buộc và nghiêm ngặt đã ngăn chặn cuộc khủng hoảng.

- Việc cải cách hệ thống pháp luật cần được tiến hành song song với việc tăng cường *hiệu quả hoạt động giám sát*. Việc cải cách pháp luật về giám sát hệ thống tài chính cần được tiến hành với việc hoặc (i) thành lập cơ quan giám sát duy nhất cho tất cả các dịch vụ tài chính hoặc (ii) thiết lập cơ chế phối hợp, chia sẻ thông tin một cách hữu hiệu giữa các cơ quan giám sát tài chính hiện tại.

4.4.2.5 Nâng cao khả năng dự báo chính sách của chính phủ

Dự báo tốt giúp các cơ quan quản lý nhà nước nâng cao hiệu quả điều hành thực tiễn. Các giải pháp trước mắt bao gồm:

- + Thành lập một tổ chức khách quan để dự báo về các vấn đề kinh tế, tài chính. Cơ quan này sẽ dựa trên các phương pháp khoa học để đưa ra những dự báo chính xác. Từ đó, mới giúp các nhà quản lý đưa ra những chính sách cụ thể lâu dài chứ không phải là những biện pháp nhất thời. Hiện tại khi chưa đủ lực, chúng ta có thể thuê các tổ chức có kinh nghiệm của nước ngoài để công tác dự báo được thực hiện kịp thời và chính xác nhất.

- + Hoàn thiện hệ thống các thông tin và dữ liệu chuyên ngành phục vụ trực tiếp công tác dự báo kinh tế

- + Cần đảm bảo tính chuyên nghiệp và sự phối hợp ăn khớp cần có giữa các cơ quan chức năng và các loại công cụ dự báo, giữa công tác dự báo với công tác tổ chức thực hiện.

4.4.3. Các giải pháp cụ thể

4.4.3.1 Các giải pháp về tăng cường hiện diện thương mại

- **Thứ nhất**, về lâu dài cần tiếp tục thực hiện các quy định thận trọng trong việc cấp phép mới các tổ chức tài chính nước ngoài; đồng thời tùy tình hình và mục đích trong từng giai đoạn mà nới lỏng/thắt chặt hơn các quy định về cấp phép. Trước mắt, Việt Nam nên dừng việc cấp phép các tổ chức tài chính mới, cả trong nước lẫn nước ngoài.

Hiện nay thủ tục cấp giấy phép tại Việt Nam dựa trên cơ sở các quy định thận trọng. Ví dụ, trong điều kiện thành lập ngân hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài và ngân hàng 100% vốn nước ngoài, Việt Nam có những quy định tương đối khắt khe như: không vi phạm nghiêm trọng các quy định về hoạt động ngân hàng và các quy định pháp luật khác của nước nguyên xứ trong

vòng ba năm liên tiếp liền kề trước năm xin cấp giấy phép cho đến thời điểm NHNN xem xét hồ sơ xin cấp giấy phép; có kinh nghiệm hoạt động quốc tế, được các tổ chức xếp loại tín nhiệm quốc tế xếp hạng từ mức trung bình và ổn định (stable) trở lên; có tình hình tài chính lành mạnh, đáp ứng được các tiêu chí tối thiểu sau đây: đạt tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu ít nhất 8% trở lên và các tỷ lệ bảo đảm an toàn khác theo thông lệ quốc tế; có tỷ lệ dưới 3% vào năm trước năm xin cấp giấy phép cho đến thời điểm NHNN xem xét hồ sơ xin cấp giấy phép; ngân hàng mẹ phải có tổng tài sản có trên 20 tỉ USD vào cuối năm trước thời điểm nộp đơn (nếu xin thành lập ngân hàng 100% vốn nước ngoài) hoặc trên 10 tỉ USD (nếu xin thành lập chi nhánh ngân hàng, ngân hàng liên doanh, công ty tài chính/liên doanh 100% vốn nước ngoài...). Trong lĩnh vực bảo hiểm, yêu cầu về mức vốn pháp định đối với doanh nghiệp bảo hiểm là 300 tỉ đồng đối với bảo hiểm phi nhân thọ, 600 tỉ đồng đối với bảo hiểm nhân thọ, 200 tỉ đồng đối với bảo hiểm dầu khí hoặc vệ tinh hoặc bảo hiểm liên kết đầu tư, 10 tỉ đồng đối với thành lập chi nhánh thứ 21. Trong lĩnh vực chứng khoán, Việt Nam chưa được phép thành lập công ty liên doanh chứng khoán hoặc công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài; các biện pháp quản lý và giám sát thị trường chứng khoán ngày càng được siết chặt như quy định đầu tư gián tiếp nước ngoài chỉ được thực hiện bằng VND thông qua tài khoản VND tại TCTD được phép.

Các điều kiện về cấp giấy phép góp phần sàng lọc những tổ chức tài chính nước ngoài có chất lượng đồng thời cũng giúp các cơ quan quản lý có công cụ để điều tiết mức độ và tốc độ chiếm lĩnh thị phần của các tổ chức tài chính nước ngoài (thông qua mức giới hạn cổ phần được phép mua của các tổ chức và cá nhân nước ngoài). Khả năng điều tiết của cơ quan quản lý là một công cụ quản lý hữu hiệu tạo điều kiện cho các tổ chức tài chính Việt Nam có thời gian quá độ cần thiết để nâng cao năng lực cạnh tranh trước khi các tổ chức tài chính nước ngoài với ưu thế về vốn, mạng lưới, sản phẩm dịch vụ và công nghệ có thể thâm

nhập sâu vào thị trường. Vì thế cần duy trì việc thực hiện các quy định thận trọng trong việc cấp phép mới các tổ chức tài chính nước ngoài; đồng thời tùy tình hình và mục đích trong từng giai đoạn mà nới lỏng/thắt chặt hơn các quy định về cấp phép.

Trong giai đoạn hiện nay, khi nền kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn tiền khủng hoảng, Việt Nam nên dừng việc cấp phép thành lập mới các tổ chức tài chính (phát triển theo bề rộng) và tập trung vào việc xây dựng các tập đoàn tài chính lớn (phát triển theo chiều sâu). Nguyên nhân là, (i) số lượng ngân hàng và công ty bảo hiểm và công ty tài chính hiện nay tương đối nhiều, đủ để phục vụ cho nền kinh tế; (ii) việc cấp phép liên tục các định chế tài chính mới sẽ khiến làm phân tán nguồn lực, gây khó khăn về nguồn nhân lực quản trị doanh nghiệp, chi phí hoạt động tăng lên đồng thời cũng dẫn đến tình trạng cạnh tranh gay gắt và không lành mạnh; (iii) kinh nghiệm quốc tế chỉ ra rằng cần thiết phải xây dựng những tập đoàn tài chính lớn và trên thế giới trong những năm vừa qua diễn ra làn sóng mua bán, sát nhập các tổ chức tài chính để hình thành những tập đoàn tài chính lớn của quốc gia, thậm chí là đa quốc gia. Trước mắt, *Bộ Tài chính và NHNN nên nghiên cứu thông lệ quốc tế để tạo khuôn khổ pháp lý cho việc sát nhập, hợp nhất các doanh nghiệp ngân hàng, bảo hiểm để tạo ra các tập đoàn tài chính mạnh.*

- **Thứ hai**, nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các tổ chức tài chính trong nước.

Một tỷ lệ sở hữu nước ngoài quá cao tại các tổ chức tài chính trong nước trong thời điểm này có thể dẫn tới nguy cơ các tổ chức trong nước bị thôn tóm bởi đối thủ nước ngoài. Câu hỏi đặt ra là, tỷ lệ như thế nào là hợp lý?

Hiện nay, Việt Nam giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các ngân hàng tối đa đạt 30% (mỗi nhà đầu tư tối đa 10%) và tại các tổ chức tài chính phi ngân hàng là 49%. Theo dự thảo nghị định về TCTD nước ngoài mua cổ phần ngân

hàng Việt Nam, giới hạn đầu tư đối với mỗi đối tác nước ngoài là 10%; riêng trường hợp các tập đoàn tài chính hay ngân hàng nước ngoài là nhà đầu tư chiến lược, hạn mức được nới rộng thành 20% vốn điều lệ của ngân hàng Việt Nam. Quy định về tổng sở hữu nước ngoài trong một ngân hàng cổ phần không thay đổi, vẫn là 30%.

Theo Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI), việc giới hạn tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài tại ngân hàng không quá 30% khiến cho các nhà đầu tư nước ngoài khó có cơ hội đầu tư vào các ngân hàng cổ phần, bởi hầu hết các ngân hàng đều dành ưu tiên cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Trong khi đó, các ngân hàng cổ phần Việt Nam đều mong muốn có từ 2 đến 3 nhà đầu tư chiến lược nước ngoài nhằm hỗ trợ ngân hàng đổi mới công nghệ quản lý. VAFI cho rằng, việc tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng làm cải thiện đáng kể tính tổ chức và tính ổn định trong cơ cấu cổ đông. Hơn nữa, việc nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài không chỉ làm tăng tỷ lệ huy động vốn của họ vào lĩnh vực ngân hàng mà còn tăng qui mô các quỹ nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam và làm cho thị trường vốn Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn. Do đó, nới rộng room sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các ngân hàng thu hút và lựa chọn nhà đầu tư chiến lược. Hơn nữa, với sự tham gia nhiều hơn của các nhà đầu tư nước ngoài trong ngân hàng, cổ phiếu của ngân hàng sẽ có tính thanh khoản cao hơn. Bản thân các ngân hàng cũng có cơ hội tăng nhanh vốn điều lệ và thu hẹp khoảng cách với khu vực và thế giới về vốn, công nghệ cũng như trình độ quản lý⁴⁸. Nguy cơ thôn tính, chi phối lớn hơn nếu áp dụng tỷ lệ 49%, song theo VAFI, khả năng đó cũng rất khó xảy ra bởi theo Luật Doanh nghiệp hiện hành, những quyết định quan trọng tại

⁴⁸ Vốn điều lệ bình quân của các nước khu vực hiện nay từ 1 - 2 tỷ USD/ngân hàng. VAFI dự đoán rằng, nếu thực hiện theo tỷ lệ 49% thì qui mô vốn điều lệ trung bình của toàn hệ thống ngân hàng có thể đạt 400 triệu USD/ngân hàng. Thay vì chỉ đạt 100 triệu USD như phương án 30%.

Đại hội cổ đông phải đạt sự đồng thuận của 75% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết trở lên.

Do vậy, trước mắt có thể nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa đối với một ngân hàng lên 35-37% rồi lên đến 49%; giữ nguyên tỷ lệ sở hữu đối với tổ chức tài chính phi ngân hàng là 49%.

- **Thứ ba**, thực hiện phân cấp thẩm quyền rõ ràng, tập trung việc cấp phép thành lập ngân hàng tại một đầu mối. Thanh tra Ngân hàng phải đóng vai trò chủ đạo trong việc giám sát trước và sau khi cấp phép.

Thực tế hiện nay, việc cấp phép thành lập và hoạt động ngân hàng được phân tán ở nhiều đơn vị, Vụ, Cục khác nhau của NHNN, chủ yếu tập trung tại NHNN trung ương (Vụ Các ngân hàng, Vụ Tín dụng, Vụ Quản lý Ngoại hối, Vụ các TCTD hợp tác, cá chi nhánh NHNN). Thanh tra Ngân hàng chỉ là đơn vị tham gia ý kiến. Đây là sự phân cấp thẩm quyền cấp phép không phù hợp với thông lệ quốc tế và chuẩn mực về thanh tra giám sát do Ủy ban BASEL đưa ra. Vì vậy, hiệu quả chức năng thanh tra – giám sát (trước và sau cấp phép) của NHNN bị hạn chế phần nào. Do đó, cần thực hiện phân cấp thẩm quyền rõ ràng, tập trung việc cấp phép thành lập ngân hàng tại một đầu mối và chú trọng giám sát trước và sau khi cấp phép.

4.4.3.2 Các giải pháp về tự do hóa dòng vốn quốc tế

Như đã phân tích ở trên, hiện nay Việt Nam chưa đủ điều kiện để tự do hóa tài khoản vốn một cách an toàn như chưa có nền kinh tế vĩ mô lành mạnh, một hệ thống tài chính và hạ tầng cơ sở giám sát vững chắc. Với định hướng tự do hóa giao dịch vốn có chọn lọc, Việt Nam cần áp dụng những giải pháp sau:

Thứ nhất, xóa bỏ các rào cản còn tồn tại đối với tự do hóa hoàn toàn giao dịch vãng lai.

Hiện nay, tự do hoá các giao dịch vãng lai, về mặt các quy định pháp lý tương chừng như không có gì khó khăn, nhưng trên thực tế có vô vàn những giấy phép con. Ví dụ như, có trường hợp doanh nghiệp muốn chuyển tiền về thì NHNN nói cần phải có giấy phép kinh doanh loại ngành hàng đó, doanh nghiệp đi xin giấy phép kinh doanh ngành hàng đó thì Sở kế hoạch và đầu tư trả lời là cần phải được chấp nhận của NHNN về chuyển tiền vào. Vì thế, cần thiết phải xóa bỏ các giấy phép con hiện còn tồn tại để các giao dịch vãng lai thật sự được tự do hóa.

Thứ hai, tiếp tục từng bước tự do hóa giao dịch vốn

- + Cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tự do chuyển vốn về nước đối với các khoản đầu tư dài hạn.

- + Đối với các luồng vốn ngắn hạn, cho phép tự do chu chuyển vào và ra khỏi Việt Nam nhưng tổ chức phải ký gửi không hưởng lãi suất tại NHNN hoặc phải chịu một mức thuế suất cao trên lợi nhuận đạt được.

- + Cho phép các doanh nghiệp Việt Nam chủ động tiếp cận thị trường vốn quốc tế thông qua phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu.

- + Tăng cường dự trữ ngoại hối, tạo khoản đệm bảo vệ nền kinh tế tránh khỏi khủng hoảng cán cân thanh toán và khủng hoảng tài chính.

- + Đảm bảo thâm hụt ngân sách ở mức vừa phải, giảm thiểu các áp chế tài chính về dự trữ bắt buộc, trần lãi suất, sở hữu và can thiệp của nhà nước trong các ngân hàng thương mại, tăng cường tạo sân chơi bình đẳng và giảm dần tín dụng chỉ định. Song song với các cải cách này, cần có những bước đi cải cách thương mại và quản lý theo hướng nới lỏng tỷ giá hối đoái phù hợp.

Thứ ba, tiếp tục phát triển thị trường vốn thành một kênh huy động vốn dài hạn, an toàn, có hiệu quả cao cho đầu tư phát triển và từng bước hội nhập với thị trường vốn khu vực và thế giới. Các biện pháp trước mắt bao gồm:

+ *Phát triển quy mô, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa các loại hàng hóa để đáp ứng nhu cầu thị trường:* đẩy mạnh chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp, Tổng công ty, NHTMNN, gắn việc cổ phần hóa với niêm yết trên thị trường chứng khoán; mở rộng quy mô và đa dạng hóa các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ, chính quyền địa phương, doanh nghiệp trên thị trường vốn; phát triển các loại trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp, trái phiếu công trình để đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia; phát triển các loại chứng khoán phái sinh như quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, các sản phẩm liên kết (chứng khoán – bảo hiểm, chứng khoán – tín dụng, tiết kiệm – chứng khoán),....

+ *Phát triển thị trường vốn theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc, được quản lý, giám sát bởi Nhà nước và có khả năng liên kết với thị trường khu vực và quốc tế:* mở rộng thị trường giao dịch chứng khoán có tổ chức (qua Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm giao dịch chứng khoán) và xây dựng thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung, tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt; từ sau năm 2010 nghiên cứu hình thành và phát triển thị trường giao dịch tương lai cho các công cụ phái sinh, thị trường chứng khoán hóa các khoản cho vay trung dài hạn của ngân hàng; nâng cấp đồng bộ hạ tầng kỹ thuật của thị trường đảm bảo khả năng liên kết với thị trường các nước trong khu vực; nghiên cứu cơ chế giao dịch đối với các chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết theo mô hình thỏa thuận thông qua các công ty chứng khoán; các giao dịch chứng khoán tập trung thanh toán và chuyển giao thông qua Trung tâm lưu ký chứng khoán, đồng thời thiết lập cơ chế giám sát của Trung tâm giao dịch chứng khoán trong việc công bố thông tin,... để tăng cường tính công khai, minh bạch trên thị trường, đảm bảo sự quản lý, giám sát của Nhà nước đối với các giao dịch chứng khoán, thu hẹp hoạt động trên thị trường tự do.

+ *Phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường*: nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính cho các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán; đa dạng hóa các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường; từng bước hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam; thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam.

+ *Phát triển hệ thống nhà đầu tư trong và ngoài nước*: đa dạng hóa các loại quỹ đầu tư, tạo điều kiện cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam, Tiết kiệm bưu điện... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; từng bước phát triển các quỹ hưu trí tư nhân để thu hút các vốn dân cư tham gia đầu tư; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam...

+ *Nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước*: hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường vốn của khu vực và quốc tế; bổ sung các chế tài nghiêm khắc về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường vốn, thị trường chứng khoán; nghiên cứu hoàn chỉnh các chính sách về thuế, phí, lệ phí đối với hoạt động chứng khoán để khuyến khích thị trường phát triển, đồng thời góp phần giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán và từng đối tượng, thành viên tham gia thị trường; Thực hiện mở cửa thị trường vốn theo lộ trình hội nhập đã cam kết, mở rộng hoạt động hợp tác quốc tế trên các mặt tư vấn chính sách, pháp luật và phát triển thị trường; Đẩy mạnh công tác đào tạo, phát triển nguồn nhân lực cho thị trường vốn; Tăng cường phổ cập kiến thức về thị trường vốn, thị trường chứng khoán cho công chúng, doanh nghiệp và các tổ chức kinh tế.

4.5. Kiến nghị điều kiện để thực hiện giải pháp

4.5.1. Kiến nghị đối với Ngân hàng Nhà nước

NHNN cần tập trung vào những vấn đề sau:

- Tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật ngân hàng theo những cam kết với WTO tạo hành lang pháp lý thông thoáng cho hoạt động ngân hàng. Trong năm 2008, NHNN cần nhanh chóng trình các Luật Ngân hàng nhà nước mới và Luật các TCTD mới, Luật bảo hiểm tiền gửi, Luật giám sát an toàn hoạt động ngân hàng.

- Hoàn thiện cơ quan thanh tra, giám sát hoạt động ngân hàng chuyên nghiệp, hiện đại để tiến tới thành lập cơ quan thanh tra, giám sát đối với hệ thống tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm). Trước mắt, NHNN cần cấu trúc lại mô hình tổ chức và chức năng hệ thống thanh tra theo chiều dọc gồm 4 khâu: cấp phép, giám sát từ xa, thanh tra tại chỗ, xử lý vi phạm. Theo đó thanh tra NHNN chủ yếu thanh tra, giám sát hội sở chính TCTD nhằm nâng cao trách nhiệm của TCTD. Ngoài ra, để giám sát hiệu quả, NHNN cần xây dựng các chỉ tiêu giám sát theo CAMELS, thiết lập hệ thống xếp loại các tổ chức tín dụng theo CAMELS, xây dựng hệ thống cảnh báo sớm và hệ thống thông tin quản lý để kịp thời chấn chỉnh hoạt động của các TCTD cũng như hệ thống tài chính.

- Chủ động hơn nữa trong điều hành chính sách tiền tệ bằng các công cụ gián tiếp, hạn chế tối đa việc điều hành thông qua biện pháp hành chính; điều tiết lãi suất và tỷ giá phù hợp với cung cầu vốn, ngoại tệ hình thành mối quan hệ hợp lý lãi suất trong nước với lãi suất và tỷ giá thị trường quốc tế đáp ứng yêu cầu ổn định tiền tệ và kinh tế vĩ mô; kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý đảm bảo mục tiêu ổn định tiền tệ và tăng trưởng kinh tế.

- Nâng cao khả năng phân tích, dự báo và hoạch định chính sách trên cơ sở phân tích dự báo tình hình diễn biến kinh tế - tiền tệ trong nước và quốc tế; nâng cao năng lực thanh tra giám sát hệ thống ngân hàng theo những nguyên tắc

cơ bản về giám sát hiệu quả hoạt động theo thông lệ quốc tế, tuân thủ những quy tắc thận trọng trong công tác thanh tra.

- Rà soát, sửa đổi, bổ sung, ban hành mới các quy định về phân loại nợ, xử lý kiểm soát rủi ro an toàn trong hoạt động ngân hàng đồng bộ và phù hợp với thông lệ quốc tế.

- Đẩy nhanh tiến trình tái cơ cấu lại hệ thống NHTMNN.

- Xây dựng hệ thống thông tin quản lý trên toàn ngành và đẩy mạnh công tác thông tin tuyên truyền về hội nhập kinh tế quốc tế.

- Tăng cường công tác phòng ngừa rủi ro đặc biệt là rủi ro ngoại hối cho toàn hệ thống. Các hạn mức như trạng thái ngoại hối, tỷ trọng huy động và cho vay ngoại tệ, tỷ lệ cho vay ngoại tệ dài hạn so với nguồn vốn huy động ngắn hạn, tỷ lệ đầu tư vào các cổ phiếu ở nước ngoài của các TCTD cần được điều chỉnh kịp thời để đảm bảo tính thanh khoản và an toàn của toàn hệ thống. Chế độ thông tin báo cáo cần được cải thiện trên phương diện mẫu biểu cũng như hệ thống mạng hiện đại để NHNN có được các thông tin về hệ thống tài chính một cách kịp thời, chính xác. Có như vậy, NHNN mới có đủ dữ liệu để phân tích và cảnh báo cho toàn hệ thống cũng như can thiệp khi cần thiết.

4.5.2. Kiến nghị đối với hệ thống Ngân hàng thương mại

Hệ thống NHTM cần phải tập trung vào các vấn đề sau:

- Đẩy nhanh hơn nữa việc tái cơ cấu, nâng cao hơn nữa hiệu quả hoạt động, nâng cao năng lực cạnh tranh, xây dựng và đưa vào áp dụng các chuẩn mực quốc tế về quản trị ngân hàng, đặc biệt chú trọng vào quản trị rủi ro; xây dựng hệ thống kiểm tra kiểm soát nội bộ, chấn chỉnh chế độ tài chính, thống kê, kế toán thanh toán, kiểm toán theo thông lệ quốc tế.

- Nâng cao năng lực tài chính: tăng quy mô vốn tự có để thực hiện chỉ tiêu an toàn vốn (CAR) tối thiểu 8% và nâng cao chất lượng tài sản có đi đôi với việc

nâng cao chất lượng tín dụng, thực hiện phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro theo thông lệ quốc tế; xây dựng chiến lược kinh doanh dài hạn phù hợp trên cơ sở đánh giá đúng thách thức, cơ hội phù hợp với lộ trình mở cửa.

- Phát triển nguồn nhân lực: nâng cao trình độ lao động thông qua đào tạo và thu hút nhân tài vào hệ thống ngân hàng.

- Phát triển cơ sở hạ tầng đặc biệt chú trọng phát triển hệ thống công nghệ thông tin nhằm đa dạng hóa sản phẩm, nâng cao chất lượng dịch vụ và áp dụng các chuẩn mực quản trị ngân hàng hiện đại.

- Riêng đối với NHTMCP, ngoài các biện pháp trên, cần đồng thời tăng cường liên minh, liên kết thông qua sát nhập, hợp nhất hoặc bán lại những NHTMCP yếu kém về hiệu quả kinh doanh nhằm nâng cao vị thế cạnh tranh trong thời gian tới.

4.5.3. Kiến nghị đối với Bộ Tài chính

Bộ Tài chính (cơ quan quản lý nhà nước về bảo hiểm) cần tập trung vào những vấn đề sau:

- Tiếp tục hoàn thiện cơ chế, chính sách đảm bảo sự lành mạnh của thị trường, bao gồm các quy định bảo vệ người tiêu dùng như hoàn thiện các quy định về nội dung và phương thức giao kết hợp đồng bảo hiểm nhằm đảm bảo tính an toàn của giao dịch cho cả người mua lẫn công ty bảo hiểm và các đối tượng liên quan (đại lý, môi giới bảo hiểm). Cần có các quy định cụ thể và đặc thù hơn điều chỉnh hoạt động cạnh tranh đảm bảo cạnh tranh công bằng và lành mạnh trên thị trường ngành bảo hiểm, bởi đây là một ngành rất đặc thù và nhạy cảm.

- Đơn giản hóa các thủ tục hành chính trong phê duyệt và thực hiện các dự án đầu tư, nhất là các dự án đầu tư bất động sản; nâng dần và đi tới xóa bỏ các hạn chế về đầu tư gián tiếp, đặc biệt là tỷ lệ góp vốn của các công ty bảo hiểm có

vốn nước ngoài trong các doanh nghiệp trong nước; khuyến khích các công ty bảo hiểm hiện đại hóa công nghệ quản lý kinh doanh, đào tạo đội ngũ cán bộ có đủ trình độ theo chuẩn mực quốc tế, được thuê chuyên gia trong nước và ngoài nước để quản lý một số lĩnh vực hoạt động theo đúng quy định pháp luật

- Tiến dần tới thực hiện các nguyên tắc và chuẩn mực quản lý bảo hiểm quốc tế. Nhà nước giám sát hoạt động kinh doanh bảo hiểm thông qua hệ thống chỉ tiêu về hoạt động của các công ty bảo hiểm và kiểm tra, xử lý vi phạm theo pháp luật, không can thiệp hành chính vào hoạt động của các doanh nghiệp

- Kiện toàn bộ máy tổ chức của Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam để Hiệp hội thực hiện được vai trò cầu nối giữa Công ty bảo hiểm và cơ quan quản lý nhà nước.

- Thành lập một tổ chức đánh giá xếp loại, xếp hạng các doanh nghiệp bảo hiểm nhằm đánh giá đúng khả năng tài chính của doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam, tránh tình trạng trách nhiệm và lợi ích bảo hiểm của nhiều công ty bảo hiểm không tương xứng với nhau, gây tình trạng chạy theo lợi nhuận và cạnh tranh không lành mạnh.

4.5.4. Kiến nghị đối với các doanh nghiệp bảo hiểm

Doanh nghiệp bảo hiểm cần tập trung những vấn đề sau:

- Phát triển mạng lưới đại lý bảo hiểm chuyên nghiệp, doanh nghiệp môi giới bảo hiểm và các kênh phân phối khác.

- Đa dạng hóa các loại hình dịch vụ bảo hiểm

- Tích cực phối hợp với các cơ quan chức năng như Ngân hàng Nhà nước, Bộ Kế hoạch đầu tư... trong việc xây dựng, ban hành và tổ chức thực hiện quy định hướng dẫn về hoạt động cho vay của các tổ chức tín dụng phi ngân hàng

4.5.5. Kiến nghị đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần tập trung những vấn đề sau:

- Cải thiện bộ máy tổ chức của cơ quan quản lý, nâng cao năng lực quản lý và giám sát thị trường chứng khoán của cơ quan quản lý nhà nước;

- Cải thiện tính minh bạch và củng cố việc thực thi những quy định liên quan đến các giao dịch chứng khoán nhằm bảo vệ tính toàn vẹn và độ tin cậy của thị trường chứng khoán như là một nguồn tài chính quan trọng trong trung hạn.

- Nâng cấp cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin tại Sở giao dịch chứng khoán và Thị trường giao dịch chứng khoán;

- Hoàn thiện các khung pháp lý, thể chế và chính sách cho thị trường chứng khoán

- Phát triển mạnh thị trường giao dịch: chuyển đổi mô hình tổ chức sàn giao dịch chứng khoán, trung tâm giao dịch chứng khoán nhằm đảm bảo quyền chủ động tổ chức, quản lý và giám sát các hoạt động của các tổ chức này; nghiên cứu triển khai thị trường giao dịch chứng khoán phái sinh; kết nối giao dịch chứng khoán với các sàn giao dịch chứng khoán trong khu vực và quốc tế. Thu hẹp thị trường tự do: thực hiện quản lý công ty đại chúng theo quy định của Luật doanh nghiệp, Luật Chứng khoán; Thông qua hoạt động lưu ký, thanh toán chứng khoán tập trung, giảm thiểu rủi ro trên thị trường tự do;

- Tiêu chuẩn hóa hoạt động của Trung tâm lưu ký chứng khoán

- Phát triển nhà đầu tư: chú trọng với việc khuyến khích thành lập các quỹ đầu tư chuyên nghiệp, nâng cao hiểu biết của công chúng về các hình thức đầu tư đa dạng, không hạn chế tỷ lệ nắm giữ chứng khoán niêm yết của các nhà đầu tư nước ngoài (trừ một số lĩnh vực), nâng cao lòng tin của nhà đầu tư đối với thị trường chứng khoán; nâng cao trình độ quản lý công ty, ban hành bộ quy tắc về quản trị công ty

- Phát triển về số lượng, mở rộng phạm vi và nâng cao chất lượng dịch vụ của các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ cũng được tăng cường đồng

thời với việc nâng cao chất lượng người hành nghề chứng khoán và đưa vào vận hành Trung tâm lưu ký chứng khoán độc lập

- Đẩy mạnh chương trình cải cách doanh nghiệp nhà nước, tập trung cổ phần hóa gắn với niêm yết các doanh nghiệp lớn: chuyển các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thành công ty cổ phần và niêm yết trên thị trường chứng khoán; phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ, trái phiếu công ty...; thực hiện chế độ báo cáo, thông tin, quản trị doanh nghiệp.

- Duy trì tiêu chuẩn niêm yết nghiêm ngặt để đảm bảo rằng tất cả các công ty niêm yết phải đạt yêu cầu về công bố thông tin phù hợp với những chuẩn mực quốc tế và tăng cường tính an toàn, xử phạt các giao dịch nội gián.

- Để hạn chế những rủi ro phát sinh do bùng nổ TTCK, các nhà chức trách cần phải thắt chặt hơn nữa những biện pháp duy trì an toàn, đặc biệt là nên chuyển theo hướng tập trung vào quản lý rủi ro liên quan đến TTCK đối với các ngân hàng thương mại. Về nguyên tắc, chỉ những ngân hàng có cơ chế quản lý rủi ro thị trường và rủi ro tín dụng tốt, có cán bộ được đào tạo tốt mới được cấp phép tín dụng để mua chứng khoán hoặc chấp nhận những rủi ro khác liên quan đến TTCK.

- Tăng cường tính công khai, minh bạch của thị trường; thực hiện giám sát và cưỡng chế thực thi nghiêm ngặt; áp dụng nguyên tắc quản trị công ty theo thông lệ quốc tế đối với các công ty niêm yết, công ty đại chúng. Từng bước mở rộng sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam theo cam kết hội nhập; tạo điều kiện cho các doanh nghiệp Việt Nam, trước mắt là các doanh nghiệp lớn, tham gia vào thị trường vốn quốc tế.

- Quan tâm phát triển hệ thống thanh toán và dịch vụ hỗ trợ thị trường tài chính theo hướng hiện đại hóa, đồng thời tăng cường quản lý, giám sát nhằm tạo môi trường thuận lợi cho các hoạt động tài chính diễn ra thông suốt và an toàn;

- Để hỗ trợ sức cầu cho TTCK, nghiên cứu cho phép chi nhánh, công ty quản lý quỹ 100% vốn nước ngoài hoạt động sớm hơn ở Việt Nam như cho phép quản lý luồng vốn huy động ở nước ngoài nhằm thu hút và quản lý tốt hơn luồng vốn này.

4.5.6. Kiến nghị đối với các công ty chứng khoán

Các công ty chứng khoán cần tập trung những vấn đề sau:

- Cải thiện quy mô vốn. Nếu có thể, một số các công ty chứng khoán nên chuyển sang loại hình công ty cổ phần để có nhiều lựa chọn tiến hành một số các giải pháp nhằm tăng vốn, chẳng hạn như phát hành cổ phiếu...

- Nâng cao chất lượng, mở rộng quy mô nguồn nhân lực của các công ty chứng khoán, đáp ứng nhu cầu thị trường hiện tại cũng như tương lai

- Nâng cấp và đổi mới hệ thống công nghệ thông tin nhằm tăng cường khả năng tiếp cận thị trường của nhà đầu tư.

- Thực hiện việc quản trị công ty chứng khoán theo thông lệ quốc tế tốt nhất. Nâng cao khả năng giám sát/kiểm soát nội bộ và hiệu quả tác nghiệp của công ty chứng khoán.

KẾT LUẬN

Để có thể xây dựng một thị trường tài chính có khả năng hỗ trợ và nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn lực tài chính trong và ngoài nước của tất cả các thành phần kinh tế, cần phải xây dựng một hệ thống chính sách và thể chế hoàn thiện để hỗ trợ sự phát triển của thị trường tài chính. Phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế đặt ra yêu cầu phải mở cửa thị trường tài chính, hội nhập với thị trường tài chính toàn cầu. Mở cửa thị trường tài chính trong khi chưa xây dựng được một hệ thống luật pháp, chính sách, và thể chế hoàn thiện có thể làm cho hệ thống tài chính dễ bị biến động trước các cú sốc từ bên ngoài, trong trường hợp xấu có thể gây ra khủng hoảng tài chính.

Hàn Quốc đã thực hiện quá trình mở cửa thị trường tài chính từ nhiều năm qua, và đã có nhiều bài học kinh nghiệm thất bại cũng như thành công trong việc đối mặt với các cú sốc và các cuộc khủng hoảng tài chính có thể cung cấp cho Việt Nam những tư liệu và bài học thất bại và thành công quý giá. Tự do hóa tài chính là một tất yếu khách quan không chỉ đối với các thành viên của WTO mà đối với tất cả quốc gia có ý định mở rộng quan hệ hợp tác song phương cũng như đa phương với phần còn lại của thế giới nhằm tìm kiếm những lợi ích to lớn tiềm tàng. Việt Nam cũng như Hàn Quốc 10 năm trước đã nhận thấy lợi ích từ việc tự do hóa tài chính đối với sự phát triển kinh tế của mình. Sau hơn một năm gia nhập WTO, Việt Nam đã nỗ lực thực hiện những cải cách trong hệ thống tài chính nhằm thực hiện tốt các cam kết về tự do hóa tài chính.

Trong điều kiện gia nhập WTO, thị trường tài chính Việt Nam sẽ buộc phải mở cửa dần dần thị trường tài chính trong một tương lai gần, theo những cam kết Việt Nam đã thỏa thuận trong các Hiệp định thương mại song phương, và thỏa thuận gia nhập WTO. Nghiên cứu kinh nghiệm của Hàn Quốc cho phép rút ra một số bài học thất bại và thành công làm cơ sở cho các kiến nghị giúp Việt Nam xây dựng một thị trường tài chính phát triển bền vững dựa trên cơ sở tự do hóa và giám sát chặt chẽ thị trường tài chính.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Báo cáo điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng các năm 1991 – 2007.
2. Báo cáo Phát triển Tài chính Toàn cầu 2007, Toàn cầu hóa Tài chính Doanh nghiệp ở các nước đang phát triển, Báo cáo của Ngân hàng Thế giới, 2007.
3. Báo cáo Phát triển Thế giới 1989, Hệ thống Tài chính và Phát triển, Báo cáo của Ngân hàng Thế giới, tháng 06/1989.
4. Báo cáo thường niên 2006, Báo cáo của Ngân hàng Hàn Quốc, 2006
5. Báo cáo thường niên các năm 1991 – 2007, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.
6. Báo cáo và trang Web của một số NHTM
7. Các giải pháp hoàn thiện hệ thống giám sát tài chính trong nền Kinh tế Thị trường, Lê Hải Mơ - Vũ Đình Ánh (Chủ nhiệm), Đề tài Khoa học Cấp bộ, Bộ Tài chính, 2004.
8. Đầu tư chứng khoán – Các số có liên quan.
9. Đông Á con đường dẫn đến phục hồi, Lê Huy Trường, Nguyễn Thị Như Hoa, NXB Chính trị Quốc gia, Hà Nội, 1999.
10. Dự án tổng thể tiếp tục xây dựng và hoàn thiện thể chế thị trường tài chính Việt Nam, Lê Hải Mơ (chủ nhiệm), Viện Khoa học Tài chính, 2006.
11. Federic S. Mishkin, *Tiền tệ, Ngân hàng và thị trường tài chính*, Bản dịch tiếng Việt, Nhà xuất bản Khoa học và kỹ thuật, năm 2001
12. Fulbright. 1996. Chenery, Hollis; Robinson, Sherman và Syrquin, Moshe. "Công nghiệp hoá và tăng trưởng-Nghiên cứu so sánh" tài liệu đọc thêm dùng cho lớp *Phát triển kinh tế*, Chương trình đào tạo Kinh tế Fulbright 1996-1997.
13. Giải pháp phát triển dịch vụ tài chính - kế toán trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, TS Đặng Thái Hùng - Nguyễn Thị Mùi (Chủ nhiệm), Đề tài Khoa học Cấp bộ, Bộ Tài chính, 2003.
14. Gibson, Heather D. và Tsakalotos, Euclid. 1994. "Phạm vi và hạn chế của Tự do hoá tài chính ở các nước đang phát triển: Nghiên cứu bình luận" trong *Tạp*

chí Nghiên cứu phát triển (The Journal of Development Studies), Quyển 30, Số 3, Tháng 4 1994, tr. 578-628.

15. Hệ thống giải pháp thúc đẩy phát triển thị trường vốn và thị trường dịch vụ tài chính Việt Nam, TS. Đinh Văn Nhã (Chủ nhiệm), Đề tài Khoa học Cấp bộ, Bộ Tài chính, 2002.
16. Hệ thống Tài chính Hàn Quốc, Báo cáo của Ngân hàng Hàn Quốc, 2003.
17. Hoàn thiện các giải pháp thúc đẩy sự phát triển của thị trường cho thuê tài chính ở Việt Nam, Luận án Tiến sĩ của NCS Lê Thị Kim Nhung, Học viện Tài chính, 2005.
18. Khủng Hoảng Tài Chính Tiền Tệ Ở Châu Á - Nguyên Nhân Và Bài Học, NXB Chính Trị Quốc Gia.
19. Kinh tế Việt Nam trên đường hội nhập: quản lý quá trình tự do hóa tài chính Việt Nam, PGS.TS. Trần Ngọc Thơ, NXB Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh, 2005.
20. Lê Vinh Danh, “*Tiền tệ và hoạt động ngân hàng*”, Nhà xuất bản chính trị quốc gia, năm 1996
21. Phân tích giải pháp tài chính giải quyết việc làm trong điều kiện hội nhập kinh tế, Ngô Thế Chi, Nguyễn Văn Dân, NXB Thống kê, Hà Nội, 2003.
22. Tái cơ cấu hệ thống tài chính Hàn Quốc sau khủng hoảng tài chính 1997 - 1998 những kinh nghiệm và gợi ý cho Việt Nam, Trần Quang Minh, Ngô Xuân Bình, NXB Khoa học xã hội, Hà Nội, 2004.
23. Thách thức và nguy cơ của Việt Nam trong hội nhập kinh tế quốc tế, Đề tài khoa học Cấp nhà nước, Viện Chiến lược và Khoa học, Bộ Công An.
24. Thị trường tài chính, Lê Văn Tư, Phạm Văn Năng, NXB Thống kê, Hà Nội, 2003.
25. Thông tin của Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, TP.HCM
26. Thực trạng và giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật cho sự phát triển của thị trường tài chính và dịch vụ tài chính, Nguyễn Trọng Nghĩa (Chủ nhiệm), Đề tài Khoa học Cấp bộ, Bộ Tài chính, 2004.

27. Tiền Tệ, Ngân Hàng Và Thị Trường Tài Chính, Frederic S.Mishkin, NXB Khoa Học Và Kỹ Thuật, Hà Nội, 1999
28. Toàn cầu hóa chuyển đổi và phát triển tiếp cận đa chiều, Viện kinh tế và chính trị thế giới, Hà Nội, 2005.
29. Trang Web của một số Công ty chứng khoán
30. Tự do hoá tài chính và hội nhập quốc tế của hệ thống ngân hàng Việt Nam (kỷ yếu hội thảo khoa học), Cục xuất bản - Bộ văn hoá thông tin, TP.Hồ Chí Minh, 2003.
31. WB. 1989. Báo cáo Phát triển Thế giới 1989, Hệ thống Tài chính và Phát triển, Báo cáo của Ngân hàng Thế giới, tháng 06/1989.

Tài liệu tiếng Anh

1. ADB, 2008, "Emerging East Asian Local Currency Bond Markets: A Regional Update", Asia Bond Monitor 2008.
2. Alison Harwood, 2000, "Building Local Bond Markets: An Asian Perspective", International Finance Corporation
3. Amsden, A. and Euh, Y. 1990. 'Republic of Korea's Financial Reform: What are the Lessons?' Discussion Paper, no. 30, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)
4. Bank of International Settlement (2008), *BIS Quarterly Review* June 2008
5. Bank of Japan, “*Korean Financial crisis and its aftermath*”
6. Bank of Korea, Financial stability report, 2007;
http://fsc.go.kr/kfsc/board/11/pt_0303.html;
7. Basu, S. and Mukhopadhyay, B. (2006), “Derivatives in Asia Pacific Markets”, *Journal of Emerging Market Finance*.
8. Blankenship, J. (2002), "[Recent trends in the Korean housing finance market](http://findarticles.com/p/articles/mi_qa5441/is_200203/ai_n21313328)",
http://findarticles.com/p/articles/mi_qa5441/is_200203/ai_n21313328,
Housing Finance International.
9. *Bond Market Development in Vietnam*, Nguyen Hoang Duong, Deputy Director Banking and Financial Institutions Department, MOF VN
10. Chang, H.-J., Park, H.-J. and Yoo, C. G. (1998) ‘Interpreting the Korean Economic Crisis’, *Cambridge Journal of Economics*, 22, 735–46.
11. Chang, H.-J. 1998. Korea: the misunderstood crisis, *World Development*, vol. 26, no. 8
12. Cheung, Stephen Y.L. và Bob Y. Chan, 2002, "Bond markets in the pacific rim: development, market structure and relevant issues in fixed-income securities markets", *Asia-Pacific Development Journal*, Q. 9, No. 1, 06/2002.
13. Cho, M. (2008), “Subprime Mortgage Market: Rise, Fall, and Lessons for Korea”, *KDI School of Public Policy and Management Working Paper Series*

14. Citibank, market commentary report: *“Vietnam is more risk of a banking crisis, not a BOP crisis”*, June 5, 2008
15. *Developing the Government Bond Market in Korea after the Financial Crisis: Performance Evaluation Using Micro-data*, Deakeun Park, Changyong Rhee and Sung Hwan Shin, Hanyang University, 8/2006
16. Financial Supervisory Service (2003), Weekly Newsletter Volume IV No. 39 (21.11.2003)
17. Financial Supervisory Service (2007), *Weekly Newsletter*, Volume VIII, No.32.
18. Financial Supervisory Service (2008), Weekly Newsletter Vol. IX, No.7 (17/03/2008)
19. Fratzscher, O. (2006), “Emerging Derivative Markets in Asia”, The World Bank
20. Fry, M . J. 1995. Money, Interest and banking in Economic development (2nd Ed.). London: John Hopkins University Press.
21. Galen Burghardt (2008), “Volume Surges Again - Global Futures and Options Trading Rises 28% in 2007”, *Futures Industry Magazine March + April 2008*
22. Harris, L. 1987. Financial reform and economic growth: a new interpretation of South Korea's experience, in Harris, L. et al. (eds), *New Perspectives on the Financial System*, London, Croom Helm
23. Hisanori Kataoka, Univ of Columbia: *“Korean Banking reform following Asian crisis”*
24. <http://ideas.repec.org/a/tpr/asiaec/v4y2005i2p91-113.html>
25. <http://irv.moi.gov.vn/sodauthang/quocte/2003/8/13543.ttvn>
26. http://world.kbs.co.kr/vietnamese/news/news_detail.htm?No=8944
27. http://www.ksda.or.kr/english/invest/bonds_primary.cfm
28. <http://www.nhandan.com.vn/tinbai/?article=132224&sub=83&top=45>
29. <http://www.pecc.org/finance/bond-market-conf-2005/session-5/gyutaeg-oh.pdf>

30. <http://www.taichinhvietnam.com/taichinhvietnam/modules.php?name=News&file=article&sid=14258>
31. I.I.SaKong, 2000, *causes and responses to Korea's Financial Crisis*, Institute for Global Economics, Washington DC, USA
32. KBS World Radio
33. Korea Housing Finance Corporation (2008), *Housing Finance Monthly*, June 2008
34. Korea Securities Dealers Associations (2008), *2008 Securities Market in Korea*
35. KSDA, 2008, "Securities Market in Korea 2008", Korea Securities Dealers Association (KSDA).
36. Lam, Eddie (2002), "A primer for investors in the Korean MBS market", *Journal of Real Estate Portfolio Management*
37. Lee, J.H (2002), "Mortgage Securitization in Korea", *AsRES-AREUEA Joint International Conference* July 4-6, 2002, Seoul, Korea.
38. Marcus Noland, "Restructuring Korea's Financial Sector for Greater Competitiveness", APEC working paper 96-14 (Washington, DC: Institute for International Economics, November, 1996)., 1
39. Myong-Jong Lee and Soo-Ho Kim, "Developing the corporate bond market: the Korean experience", Bank of Korea 2006
40. Namgilnam (2008), *Derivatives market requires paradigm shift*, Korea Securities Research Institute
41. Pagano, Marco. 1993. "Financial Markets and Growth: An Overview." *European Economic Review*, Voi. 37, pp. 613-622.
42. Philippe Erne (2003), "The world's biggest equity index derivatives", *The World Outlook 2003, Futures Industry Magazine*
43. Radelet, S. and Sachs, J. 1998. 'The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1–90.
44. Securities market in Korea 2008
45. Securities market in Korea, *Korea Securities Dealers Association, 2008*

46. Stiglitz, J. 1998. 'Sound Finance and Sustainable Development in Asia', paper delivered at the Asia Development Forum, 10-13 March, Manila
47. Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1981). 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.' *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.
48. *The Dynamic of Corporate Credit Spread: Evidence from the Korean Bond Market*, Inwon Jang, Department of Applied Mathematics Illinois Institutes of Technology, Chicago, USA and David Kim, School of Economic and Political Science, The University of Sydney, Australia
49. The effects of financial globalization on the Korean financial markets and monetary policy.
50. Trang web của Đại sứ quán Hàn Quốc tại Việt Nam www.hanquocngaynay.com
51. Wade, R. 1998. The Asian debt-and-development crisis of 1997: causes and consequences, *World Development*, vol. 26, no. 8

**BỘ KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**

BÁO CÁO KIẾN NGHỊ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

Nhiệm vụ hợp tác quốc tế về khoa học công nghệ theo Nghị định thư

***NGHIÊN CỨU PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH
TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ
KINH NGHIỆM CỦA HÀN QUỐC VÀ VẬN DỤNG VÀO VIỆT NAM***

Chủ nhiệm nhiệm vụ: PGS, TS Nguyễn Thị Quy

Phó chủ nhiệm nhiệm vụ: TS Đặng Thị Nhàn

Thư ký khoa học: TS Nguyễn Đình Thọ

Thư ký hành chính: ThS Lê Thị Ngọc Lan

Các thành viên chính: GS, TS Nguyễn Đình Hương
GS, TS Hoàng Văn Châu
GS, TS Nguyễn Văn Nam
TS Nguyễn Văn Hà
PGS, TS Lê Bảo Lâm
PGS, TS Bùi Anh Tuấn

Hà Nội, 2008

MỤC LỤC

1. Giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam.....	5
1.1. Giải pháp phát triển thị trường vốn.....	5
1.2. Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ.....	11
2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam.....	14
2.1. Định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam...	14
2.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam	15
3. Một số giải pháp để phát triển sản phẩm tài chính mới ở Việt Nam	18
3.1. Xây dựng chiến lược, kế hoạch phát triển các sản phẩm tài chính ngân hàng	23
3.2. Đầu tư phát triển công nghệ thông tin	24
3.3. Nâng cao chất lượng các dịch vụ tài chính mới	25
3.4. Nâng cao năng lực quản trị và phòng ngừa rủi ro.....	26
3.5. Nâng cao vốn tự có của các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán	27
3.6. Tăng cường các hoạt động marketing, quan hệ khách hàng	28
3.7. Tập trung phát triển nguồn nhân lực.....	29
3.8. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế và tăng cường sự hợp tác liên kết giữa các ngân hàng thương mại trong nước và hợp tác quốc tế.....	29
4. Giải pháp để thực hiện các cam kết về tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam	30
4.1. Định hướng tiếp tục lộ trình tự do hóa tài chính theo các cam kết trong WTO của Việt Nam.....	30
4.2. Các giải pháp chung	32
4.3. Các giải pháp cụ thể	39

LỜI MỞ ĐẦU

Cùng với cải cách kinh tế và mở cửa thị trường, hội nhập kinh tế quốc tế đang ngày càng trở thành tiêu điểm và nhân tố ảnh hưởng quan trọng có ý nghĩa quyết định đối với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Hội nhập kinh tế quốc tế đã và đang thực sự trở thành nguồn xung lực quan trọng cho quá trình đổi mới và phát triển của nền kinh tế và hệ thống tài chính Việt Nam. Trong đó, việc thực hiện các Hiệp định Thương mại song phương và quá trình gia nhập WTO là bước khởi đầu và có tầm quan trọng đặc biệt đối với Việt Nam nói chung và hệ thống tài chính Việt Nam nói riêng. Nhằm chủ động trong quá trình hội nhập, cần phải có những nghiên cứu và nhận thức đầy đủ những lợi thế có thể phát huy và những khó khăn thách thức mà hệ thống tài chính phải vượt qua trong điều kiện hội nhập.

Thị trường tài chính được hiểu theo nghĩa chung nhất là tất cả những nơi mà tại đó diễn ra các hoạt động trao đổi liên quan tới nguồn lực tài chính. Theo nghĩa đó, thị trường tài chính tồn tại ở tất cả các nền kinh tế mà ở đó tồn tại các quan hệ tiền tệ. Thị trường tài chính, ngày càng trở nên quan trọng, đóng vai trò quyết định đối với sự phát triển của mọi quốc gia. Thị trường tài chính là nơi huy động mọi nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội và phân bổ chúng vào các dự án đầu tư hiệu quả đem lại lợi ích to lớn cho xã hội. Hiện nay, thị trường tài chính trên thế giới đã phát triển đạt tới một trình độ rất cao. Các cuộc khủng hoảng tài chính của các nước đã cho thấy hoạt động tài chính có tác động chi phối mọi hoạt động kinh tế khác và ảnh hưởng tới toàn bộ nền kinh tế.

Hệ thống các tổ chức tài chính hiện đại của Hàn Quốc được xây dựng từ đầu những năm 1950 trên cơ sở Luật Ngân hàng và Luật Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc. Các ngân hàng chuyên doanh được thành lập trong những năm 1960 và hầu hết các định chế phi ngân hàng khác được thành lập trong những năm 1970. Trong những năm đầu tiên của thập kỷ 1980, rất nhiều ngân hàng thương mại và các định chế tài chính phi ngân hàng được thành lập theo sau chính sách dịch chuyển từ kiểm soát nhà nước sang định hướng thị trường của Hàn Quốc.

Kể từ sau cuộc Khủng hoảng Tài chính năm 1997, hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc đã được cải tổ mạnh mẽ.

Hàn Quốc đã trải qua các quá trình hội nhập tài chính quốc tế, và đã có nhiều bài học thất bại và thành công trong quá trình phát triển thị trường tài chính. Đặc biệt những bài học của Hàn Quốc trong các vấn đề ngăn chặn khủng hoảng tài chính, và giải quyết hậu quả của các cuộc khủng hoảng tài chính sẽ giúp Việt Nam nhìn trước được những nguy cơ cũng như các cơ hội khi mở cửa thị trường và hội nhập với thị trường tài chính quốc tế.

Dựa trên cơ sở kết quả nghiên cứu đạt được, nhóm nghiên cứu tổng hợp đề xuất kiến nghị báo cáo chính phủ và các cơ quan hữu quan để nghiên cứu, triển khai ứng dụng trong thực tế.

**HỆ THỐNG CÁC GIẢI PHÁP, KIẾN NGHỊ
NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM
DỰA TRÊN KINH NGHIỆM
PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA HÀN QUỐC**

1. Giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam

1.1. Giải pháp phát triển thị trường vốn

Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng đã phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020. Mục tiêu đặt ra là phát triển thị trường vốn đa dạng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn và đầu tư của nền kinh tế. Đến 2010, giá trị vốn hoá thị trường chứng khoán đạt 50% tổng sản phẩm quốc nội (GDP) và đến 2020 đạt 70% GDP.

Theo Đề án mới được phát triển, thị trường chứng khoán là thành phần chủ đạo để đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính Việt Nam. Đến năm 2020, thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực.

Theo định hướng, thị trường vốn sẽ sớm được hoàn chỉnh về cấu trúc bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường các công cụ phái sinh, thị trường phi tập trung ... và vận hành theo các thông lệ quốc tế tốt nhất, có khả năng liên kết với các thị trường khu vực và quốc tế. Phát triển mạnh các kênh cung cấp vốn cả trong và ngoài nước cho thị trường; mở rộng hệ thống các nhà đầu tư, phát triển đầy đủ các định chế trung gian, đa dạng hoá các dịch vụ ... hướng tới một thị trường vốn phát triển trong khu vực.

Trước mắt, sẽ tập trung phát triển quy mô, hoàn chỉnh cấu trúc của thị trường vốn, nâng cao chất lượng và đa dạng hoá các loại hàng hoá; mở rộng quy

mô và đa dạng hoá các loại trái phiếu, các phương thức phát hành trái phiếu Chính phủ ...; Phát triển các loại chứng khoán phái sinh như; quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai; hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm liên kết.

Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá doanh nghiệp, tổng công ty nhà nước, tập đoàn kinh tế và các ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá với niêm yết trên thị trường chứng khoán; mở rộng việc phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn trên thị trường. Đối với những doanh nghiệp đã cổ phần hoá đủ điều kiện phải thực hiện việc niêm yết; đồng thời bán tiếp phần vốn nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước không cần giữ cổ phần chi phối hoặc không cần nắm giữ cổ phần. Chuyển đổi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sang hình thức công ty cổ phần và niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Bên cạnh đó, sẽ phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường như công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Cho phép thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm đủ điều kiện tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động ở Việt Nam. Đồng thời, thực hiện lộ trình mở cửa đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp nước ngoài vào thị trường Việt Nam theo lộ trình đã cam kết; cho phép Bảo hiểm xã hội Việt nam, tiết kiệm bưu điện ... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam.

1.1.1 Giải pháp phát triển thị trường chứng khoán

1.1.1.1. Về phát triển công ty chứng khoán

Kinh nghiệm quốc tế nói chung, trong đó có kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, sự phát triển vững chắc của một TTCK phụ thuộc rất lớn vào hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, vào môi trường pháp lý, vào kỹ thuật nghiệp vụ

vận hành thị trường, tổ chức thị trường. Thực tế cũng cho thấy sự đa dạng, phong phú, có kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường có ảnh hưởng rất quan trọng đến việc thúc đẩy TTCK phát triển. Bởi vậy việc khuyến khích, tạo điều kiện cho việc thành lập mới và đi vào hoạt động có hiệu quả của các Công ty kinh doanh chứng khoán, cũng như các quỹ đầu tư,... là hết sức cần thiết trong chiến lược đẩy nhanh sự phát triển vững chắc của Thị trường chứng khoán.

Các nhà đầu tư cá nhân đang nắm giữ khoảng 25 – 30% số lượng cổ phiếu của toàn thị trường; còn lại là của các nhà đầu tư có tổ chức, như: Quỹ đầu tư, Công ty chứng khoán, Công ty bảo hiểm,... Trong khi đó ở các thị trường chứng khoán phát triển trên thế giới tỷ lệ các nhà đầu tư cá nhân chỉ chiếm khoảng 10%. Bởi vậy trong giai đoạn tới cần định hướng phát triển phù hợp dần với thông lệ quốc tế.

Việc nâng số vốn điều lệ cần kết hợp với nâng cao chất lượng hoạt động của các Công ty chứng khoán. Cần có chế tài về đầu tư hiện đại hoá công nghệ, về trình độ cán bộ, về chất lượng và tính ổn định của giao dịch kinh doanh chứng khoán, giao dịch với khách hàng của các công ty chứng khoán.

1.1.1.2. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế

Một nhân tố rất quan trọng thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thời gian qua là nghiệp vụ Repo của các Công ty chứng khoán và nghiệp vụ cho vay cầm cố cổ phiếu của các NHTM cổ phần cho khách hàng vay vốn để mua cổ phiếu. Hiện nay trong cả nước dư nợ cho vay cầm cố cổ phiếu để đầu tư chứng khoán theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước là đang chiếm khoảng 2,5% tổng dư nợ của các NHTM, chưa phải là con số đáng lo ngại. Tuy rằng tỷ lệ này của một số NHTM cổ phần lên tới 7 – 8%, cá biệt có một NHTM cổ phần quy mô nhỏ chiếm tới 40%.

1.1.1.3. Tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong một doanh nghiệp, một Ngân hàng thương mại

Theo quy định của Chính phủ, tỷ lệ giới hạn tối đa các nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu cổ phần tại một NHTM cổ phần của Việt Nam là không quá 30% vốn điều lệ của NHTM CP đó. Một nhà đầu tư nước ngoài không được sở hữu quá 15%; trường hợp đặc biệt được sở hữu tối đa 20% vốn điều lệ của một NHTM cổ phần Việt Nam nhưng phải được sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ. Để thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, góp phần thúc đẩy thực hiện có hiệu quả hơn nữa chính sách thu hút đầu tư nước ngoài, Chính phủ nên nới rộng tỷ lệ vốn điều lệ của các nhà đầu tư nước ngoài tại các ngân hàng Việt Nam tăng lên 49% phù hợp với Luật đầu tư nước ngoài, nếu không thì cũng nên cho phép tỷ lệ tối đa là 40% - 45%. Các quy định pháp lý khác về đầu tư, hoạt động tiền tệ,... cần được chỉnh sửa, bổ sung phù hợp khi Việt Nam gia nhập WTO, tạo điều kiện cho các ngân hàng nước ngoài mở rộng cho vay vốn, đầu tư vốn vào nền kinh tế Việt Nam.

1.1.1.4. Sửa đổi một số quy định về niêm yết cổ phiếu

Một công ty đáp ứng đủ tiêu chuẩn nên cho phép niêm yết cổ phiếu trên cả hai Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Bởi vì cả hai nơi này đang được nâng cấp, đều cùng tiêu chuẩn quản lý giám sát như nhau. Đồng thời trong tương lai gần hai nơi này được kết nối với nhau, tức là kết nối giữa hai thị trường, bao gồm cả hợp nhất hệ thống báo cáo giao dịch và yết giá giao dịch.

1.1.1.5. Cần sớm đưa thị trường OTC vào giao dịch có tổ chức

Trong thời gian tới, thị trường OTC chắc chắn sẽ tiếp tục phát triển và sôi động ở nước ta. Sự phát triển của thị trường OTC tạo điều kiện cho các cổ phiếu đó sớm niêm yết trên thị trường chính thức và thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển. Song một vấn đề đặt ra là hành lang pháp lý cho giao dịch

OTC rất yếu và thiếu, chủ yếu là Luật doanh nghiệp, Luật dân sự, các quy định về NHTM cổ phần. Vì vậy, để phòng tránh rủi ro, tránh gây ra các tranh chấp về quyền lợi cho các nhà đầu tư cổ phiếu trên thị trường OTC, cần sớm đưa vào hoạt động có hiệu quả trung tâm giao dịch cổ phiếu OTC như dự án đã đưa ra trên cơ sở tiếp thu ý kiến các chuyên gia, các công ty chứng khoán trong việc đưa đề án này ra thảo luận thời điểm đầu tháng 8-2007..

1.1.1.6. Cần xem xét đơn giản thủ tục cấp phép chào bán cổ phiếu ra công chúng

Kế hoạch tăng vốn nói trên của các Ngân hàng thương mại cũng như của các doanh nghiệp cổ phần hầu hết được Đại hội cổ đông thông qua từ đầu năm. Song với nhiều thủ tục và quá trình xem xét, cấp phép, chấp thuận kéo dài tới vài tháng của Ủy ban chứng khoán Nhà nước, tạo sự dồn ép vào cuối năm, gây khó khăn cho các cổ đông và các đơn vị phát hành, tác động tiêu cực đến thị trường và kế hoạch cổ phần hoá. Đây là vấn đề cần được chỉnh sửa sớm.

1.1.2. Hoàn chỉnh chính sách phát triển thị trường vốn Việt Nam

Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước và các cơ quan có liên quan cần sớm hoàn chỉnh khung pháp lý và chính sách phát triển thị trường.

UBCKNN cần sớm hoàn thành xây dựng Nghị định về phát hành riêng lẻ, xây dựng các quy chế về giao dịch, công bố thông tin của Công ty đại chúng chưa niêm yết, nghiên cứu triển khai từng bước việc mở tài khoản ký quỹ, tập trung nghiên cứu các sản phẩm phái sinh và áp dụng nghiệp vụ quyền chọn (option) trước. Về quy chế hướng dẫn đối với NĐTNN; tinh thần của quy chế này là tăng cường công khai minh bạch, coi đây là cơ hội để huy động vốn đầu tư nước ngoài cho phát triển. UBCKNN cũng cần tập trung xây dựng thống nhất các quy định về tỷ lệ sở hữu, xác định đối tượng NĐTNN đối với CK niêm yết, chưa niêm yết, DN CPH, các quỹ đầu tư và vấn đề góp vốn của bên nước ngoài. Hiện tại còn một số quy chế cần hoàn chỉnh và ban hành như quy chế về quỹ nước ngoài, quy chế về công ty đầu tư CK, quy chế về người hành nghề ... Một đề án quan trọng nữa là xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu (TP) chuyên

biệt. Khi quy mô thị trường phát triển thì thị trường TP đóng một vai trò hết sức quan trọng trong cơ cấu TTCK. Nếu chúng ta muốn giữ được dòng vốn nước ngoài ở VN thì phải phát triển thị trường TP vì khi CP sụt giảm, dòng vốn sẽ chuyển sang thị trường TP chứ các nhà đầu tư nước ngoài không rút vốn ra khỏi VN, tránh gây ra khủng hoảng tài chính. Ngoài ra khi đẳng cấp TTCK nâng lên, tổ chức đầu tư lớn rất quan tâm đến thị trường TP và luồng vốn nước ngoài vào sẽ phụ thuộc vào thị trường này.

1.1.3. Chính phủ cần có biện pháp phát triển ổn định thị trường chứng khoán

Giữa các thị trường: thị trường tín dụng, thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, thị trường hàng hoá,...có mối quan hệ chặt chẽ và liên thông với nhau. Song việc NHNN ngăn chặn việc lưu thông vốn giữa thị trường tín dụng và thị trường chứng khoán bằng biện pháp hành chính đã ngay lập tức tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Ngay từ giữa tháng 6-2007, thị trường chứng khoán đã bị điều chỉnh sâu, một loạt chứng khoán giảm giá. Chỉ số chứng khoán trên của hai Trung tâm giao dịch chứng khoán sụt giảm mạnh. Thị trường OTC bị đóng băng.

Chính phủ, Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước cũng cần có những biện pháp cụ thể để giảm thiểu những tác động tiêu cực, tạo sự phát triển ổn định của thị trường chứng khoán. Ủy ban chứng khoán nhà nước tăng cường các biện pháp thanh tra, giám sát và xử phạt thật nặng, thật nghiêm túc các vi phạm trong giao dịch chứng khoán và các vấn đề có liên quan thực hiện Luật chứng khoán.

Xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ theo hướng thị trường chuyên biệt, tách khỏi thị trường cổ phiếu. Thị trường trái phiếu chuyên biệt này với nòng cốt là sự tham gia của các công ty chứng khoán, các tổ chức phát hành trái phiếu, như: các Ngân hàng thương mại, Công ty bảo hiểm. Đồng thời thực hiện chuẩn hoá các nghiệp vụ giao dịch “ Repo”, “hoán đổi” đối với trái phiếu, nhằm tạo tính thanh khoản cho thị trường trái phiếu.

Đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát hoạt động trên thị trường chứng

khoán, đảm bảo tính tuân thủ, công khai, minh bạch chống các hành vi gian dối, lũng đoạn, làm giá, thao túng,... thị trường. Thực hiện các cam kết về lĩnh vực chứng khoán theo Hiệp định thương mại Việt Mỹ và cam kết gia nhập WTO.

1.2. Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ

1.2.1. Tăng tần suất giao dịch trên thị trường mở

Hiện nay, tần suất giao dịch thị trường mở là hàng ngày, nhưng vẫn chưa đáp ứng được đầy đủ nhu cầu của thị trường, nhất là vào những thời kỳ mà nhu cầu vốn của hệ thống ngân hàng tăng nhanh. Chính vì vậy, việc gia tăng tần suất giao dịch của thị trường mở là hết sức cần thiết để tăng cường khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng thêm mức độ can thiệp của NHNN đến thị trường.

1.2.2. Đa dạng hoá thời hạn và tăng khối lượng phát hành của tín phiếu NHNN

NHNN cần phối hợp với Bộ Tài chính trong việc phát hành các loại GTCG như tín phiếu NHNN, tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc....sao cho các kỳ hạn phát hành đủ nhiều, gồm từ thời hạn 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng đến các kỳ hạn dài hơn như 18 tháng, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 10 năm.....

1.2.3. Bổ sung thêm hàng hoá giao dịch trên thị trường mở

Để hoạt động trên thị trường thực sự sôi động thì một trong những điều kiện cần thiết là phải bổ sung thêm các loại hàng hoá cho thị trường. Vì vậy, trong thời gian tới, NHNN cần xem xét bổ sung thêm các loại GTCG được phép giao dịch trên thị trường mở. Việc đa dạng hoá hàng hoá giao dịch trên thị trường mở sẽ thúc đẩy các NHTM đầu tư vào các GTCG này, từ đó tăng thêm tính thanh khoản của các GTCG này và thúc đẩy sự phát triển của thị trường mua bán trái phiếu.

1.2.4. Đa dạng hoá các kỳ hạn giao dịch và tiến tới giao dịch nhiều kỳ hạn trong một phiên

Để tạo điều kiện thuận lợi cho các thành viên trong việc lựa chọn kỳ hạn giao dịch, NHNN cần đa dạng hoá hơn nữa các kỳ hạn giao dịch trong một phiên giao dịch. Trong thời gian trước mắt, NHNN có thể áp dụng 2 kỳ hạn giao dịch

trong một phiên. Việc áp dụng nhiều kỳ hạn trong một phiên sẽ cho phép các thành viên có thêm sự lựa chọn phù hợp với dự báo nhu cầu vốn của họ. Qua đó, sẽ tạo thêm cơ hội và tăng sự hấp dẫn của thị trường mở đối với các thành viên.

NHNN cần phân bổ hợp lý các kỳ hạn giao dịch. Trong thời gian chưa triển khai được việc đa dạng kỳ hạn giao dịch trong một phiên, NHNN cần phân bổ kỳ hạn hợp lý nhằm tránh tình trạng các thành viên phải dồn trả nhiều hợp đồng vào cùng một ngày hoặc vào các ngày quá gần nhau làm ảnh hưởng đến khả năng thanh khoản của họ, ví dụ hợp đồng 30 ngày và hợp đồng 15 ngày đáo hạn cùng một thời điểm.

1.2.5. Hoàn thiện các quy định lưu ký giấy tờ có giá tại Ngân hàng Nhà nước

Phần mềm lưu ký GTCG phải cho phép nối mạng giữa NHNN, các thành viên thị trường và các tổ chức lưu ký. Khi các TCTD có nhu cầu giao dịch với NHNN thì việc giao nhận GTCG cần được thực hiện nhanh chóng. Các GTCG đang lưu ký tại các tổ chức lưu ký như Trung tâm giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký chứng khoán, các công ty chứng khoán có thể nhanh chóng được chuyển vào tài khoản lưu ký GTCG này để thực hiện các giao dịch với các TCTD.

1.2.6. Cải tiến, nâng cấp và hoàn thiện hạ tầng công nghệ của thị trường tiền tệ

- Tiếp tục nâng cấp và đồng bộ hoá các trang thiết bị phần cứng, hoàn thiện chương trình phần mềm ứng dụng một cách nhanh chóng, thông suốt, đáp ứng yêu cầu phát triển của nghiệp vụ này;

- NHNN cũng cần tăng cường an ninh trên mạng máy tính, nhất là với các thông tin mang tính nhạy cảm của NHNN. Đến nay, mặc dù chưa để xảy ra trường hợp thông tin bị lấy cắp hay can thiệp trái phép trên đường truyền nhưng không vì thế mà công tác an ninh mạng có thể lơ là. Bên cạnh việc sử dụng các tính năng bảo mật của các phần mềm thì NHNN cần trang bị các thiết bị an ninh mạng chuyên dụng và tăng cường nhân lực về công nghệ thông tin để đảm bảo an toàn, bảo mật các thông tin trong giao dịch thị trường mở, đảm bảo mạng máy tính hoạt động thông suốt, an toàn, phát hiện và xử lý kịp thời các truy nhập, can

thiệt trái phép vào hệ thống.

1.2.7. Tăng cường công tác tuyên truyền phổ biến, thông tin rộng rãi về OMO để thu hút thêm các TCTD tham gia thị trường mở

Mở rộng hệ thống công nghệ thông tin OMO từ chỗ chỉ là nơi thuận tiện thực hiện các giao dịch mua bán GTCG phát triển thành cổng thông tin của thị trường tiền tệ như thông tin về nhu cầu vốn khả dụng, nhu cầu mua bán GTCG của các TCTD, thông tin về khối lượng GTCG do NHNN và Bộ Tài chính phát hành, khối lượng GTCG do NHNN và các TCTD nắm giữ.

Bên cạnh đó, các TCTD cũng cần quan tâm hơn nữa đến các tín hiệu và cảnh báo của NHNN trên thị trường tiền tệ để có những biện pháp điều chỉnh kịp thời nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động.

1.2.8. Nâng cao năng lực cán bộ xây dựng và điều hành nghiệp vụ thị trường mở

Theo kinh nghiệm của các quốc gia điều hành thành công CSTT thì năng lực và kinh nghiệm của các cán bộ xây dựng và điều hành thành công CSTT được đặc biệt chú trọng. Tại một số quốc gia, như Mỹ, Hội đồng lãnh đạo NHTW có nhiệm kỳ làm việc rất dài. Chế độ đãi ngộ đối với cán bộ NHTW cao hơn chế độ thông thường.

NHNN và các ngân hàng cần phải thường xuyên đào tạo và đào tạo lại đội ngũ cán bộ quản lý ngân hàng, cán bộ nghiệp vụ. Chương trình đào tạo cần phải được chuẩn hoá và phù hợp với yêu cầu, xu thế phát triển của hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đào tạo lý thuyết cơ bản thì cũng cần tiến hành các khoá học ở trong nước và nước ngoài.

1.2.9. Mở rộng các thành viên thị trường mở

Theo đó, các tổ chức như Quỹ Hỗ trợ phát triển, Kho bạc Nhà nước, Quỹ Bảo hiểm xã hội, Công ty tiết kiệm bưu điện.....sẽ được chấp thuận là thành viên của thị trường mở.

1.2.10. Công nhận chữ ký điện tử trong các giao dịch thị trường mở

NHNN cần chấp nhận sử dụng các chữ ký điện tử của lãnh đạo TCTD

hoặc những người được uỷ quyền trong các giao dịch này. Để thực hiện được điều này, NHNN cần bổ sung quy định về việc sử dụng chữ ký điện tử trong các giao dịch tiền tệ với NHNN và chấp nhận hoàn toàn chữ ký điện tử trong các giao dịch thị trường mở. Các TCTD cần thông báo và đăng ký các chữ ký của những người chịu trách nhiệm thực hiện các giao dịch thị trường mở với NHNN. Bên cạnh đó, NHNN cũng cần tăng cường công tác bảo mật chữ ký điện tử và an ninh mạng nhằm tránh trường hợp các chữ ký này bị sử dụng ngoài ý muốn của TCTD và các hoạt động thị trường mở bị can thiệp bất hợp pháp.

2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

2.1. Định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

Trước những đòi hỏi bức xúc từ nhu cầu nguồn vốn trung dài hạn cho tăng trưởng kinh tế bền vững, việc phát triển thị trường tài chính cũng như các định chế trung gian tài chính là yêu cầu tất yếu nhằm huy động và lưu chuyển các nguồn vốn một cách kịp thời và hiệu quả. Trong các Quyết định của Thủ tướng Chính phủ: Quyết định số 112/2006/QĐ-TTg phê duyệt đề án phát triển ngành ngân hàng đến năm 2010 và tầm nhìn 2020, Quyết định số 175/2003/QĐ-TTg, phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường bảo hiểm Việt Nam năm 2003 - 2010, Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010 thì định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam tới có thể khái quát lại như sau:

- *Đối với các tổ chức tín dụng*: Cải cách triệt để và phát triển hệ thống các tổ chức tín dụng theo hướng đa năng, hiện đại, đa dạng về sở hữu và loại hình tổ chức, có quy mô lớn và hoạt động theo nguyên tắc thị trường với mục tiêu chủ yếu là lợi nhuận, áp dụng các thông lệ và chuẩn mực quốc tế vào hoạt động kinh doanh ngân hàng. Đồng thời cơ cấu lại hệ thống ngân hàng thương mại, tách bạch tín dụng chính sách và tín dụng thương mại, bảo đảm quyền kinh doanh của các tổ chức tài chính nước ngoài theo cam kết song phương và đa phương đã ký kết với các nước và các tổ chức quốc tế, gắn cải cách ngân hàng và cải cách doanh nghiệp.

- *Đối với các công ty bảo hiểm*: Tiếp tục củng cố và sắp xếp các doanh nghiệp bảo hiểm trong nước hiện có, bảo đảm nâng cao năng lực kinh doanh, phát triển các sản phẩm bảo hiểm, mở rộng thị phần, thị trường. Đồng thời cho phép các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài mở rộng nội dung phạm vi hoạt động, tăng vốn điều lệ, nếu đủ điều kiện theo quy định của pháp luật. Ngoài ra, khuyến khích các doanh nghiệp bảo hiểm hiện đại hóa công nghệ quản lý kinh doanh, đào tạo đội ngũ cán bộ có đủ trình độ theo các chuẩn mực quốc tế, được thuê các chuyên gia trong nước và ngoài nước để quản lý một số lĩnh vực hoạt động theo đúng quy định của pháp luật.

- *Đối với các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ*: Tăng quy mô và phạm vi hoạt động nghiệp vụ kinh doanh, dịch vụ của các công ty chứng khoán. Phát triển các công ty chứng khoán theo hai loại hình: Công ty chứng khoán đa nghiệp vụ và Công ty chứng khoán chuyên doanh, nhằm tăng chất lượng cung cấp dịch vụ và khả năng chuyên môn hóa hoạt động nghiệp vụ. Phát triển các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán cả về quy mô và chất lượng hoạt động. Đồng thời đa dạng hóa các loại hình sở hữu đối với công ty quản lý quỹ đầu tư.

2.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

2.2.1. Tạo lập môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, trước mắt cần ưu tiên vấn đề kiềm chế lạm phát và giảm thiểu nguy cơ khủng hoảng

Một quốc gia có môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng kinh tế đều đặn, tỷ giá hối đoái và lạm phát được kiểm soát chặt sẽ làm tăng nhu cầu đầu tư, dẫn đến tăng sự luân chuyển vốn trên thị trường tài chính và giúp cho các định chế trung gian tài chính phát triển mạnh mẽ. Vì vậy, sự ổn định của môi trường kinh tế vĩ mô là yêu cầu cần thiết khách quan để phát triển thị trường tài chính, các định chế trung gian tài chính nói chung và của các NHTM nói riêng ở Việt Nam.

2.2.2. Hoàn thiện khung pháp lý cho sự hình thành và phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

Hệ thống pháp luật về các định chế trung gian tài chính (trong đó điều chỉnh cả hệ thống NHTM và TCTD) là cơ sở để các định chế trung gian tài chính hoạt động theo theo định hướng phát triển lành mạnh và ổn định, là cơ sở để Nhà nước thực hiện công tác giám sát, pháp hiện và ngăn chặn các hành vi trái với quy định, gây bất lợi và mất ổn định thị trường tài chính và nền kinh tế. Muốn vậy, hệ thống pháp luật trên phải đảm bảo tính đồng bộ thống nhất, minh bạch, bình đẳng, ổn định và phù hợp với các cam kết quốc tế của Việt Nam.

2.2.3. Nâng cao hơn nữa năng lực cạnh tranh của các định chế trung gian tài chính

- **Thứ nhất**, đẩy nhanh quá trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng theo hướng giảm thiểu số lượng, đồng thời nâng cao năng lực quản trị điều hành, năng lực tài chính cho các NHTM Việt Nam.

- **Thứ hai**, đa dạng hóa các loại hình dịch vụ.

- **Thứ ba**, nhanh chóng nắm bắt và ứng dụng các thành tựu của khoa học công nghệ, đặc biệt là công nghệ thông tin vào quá trình khai thác và quản lý hoạt động kinh doanh. Các TGTC cần sớm thực hiện đề án ứng dụng công nghệ tin học vào dịch vụ thanh toán của toàn bộ tổ chức. Việc hiện đại hóa công nghệ thanh toán phải theo hướng hòa nhập với cộng đồng thế giới. Có như thế mới rút ngắn được thời gian và chi phí giao dịch.

- **Thứ tư**, tăng cường công tác kiểm tra, giám sát và phòng ngừa rủi ro.

2.2.4. Cần tăng cường hợp tác trong nước và quốc tế

Để tăng cường sức mạnh trong môi trường kinh doanh mới, bên cạnh việc phát huy nội lực, các định chế trung gian tài chính rất cần phải bắt tay hợp tác với nhau trong nhiều mặt. Thông qua các hiệp hội như Hiệp hội Ngân hàng (thành lập ngày 01/7/1988), Hiệp hội bảo hiểm (thành lập ngày 9/7/1999).v.v. các thành viên có thể có những tác động tích cực nhằm mở rộng, định hướng cho thị trường, duy trì sự cạnh tranh lành mạnh... tạo điều kiện phát triển thuận lợi

cho tất cả các thành viên. Các doanh nghiệp trong Hiệp hội nên cùng nhau thiết lập những quy tắc kinh doanh lành mạnh cho các thành viên của mình, xử lý những trường hợp vi phạm. Ngoài ra các doanh nghiệp có thể liên kết với nhau tạo ra một tiếng nói chung để đóng góp ý kiến, kiến nghị với các cơ quan quản lý Nhà nước những giải pháp phát triển chung cho ngành, cũng như cùng nhau có những bước đi thích hợp khi thị trường có những diễn biến xấu. Đồng thời, việc hợp tác chặt chẽ với nhau trong việc đào tạo cán bộ, đại lý, thu thập, sử dụng các số liệu thống kê liên quan, xây dựng và tăng cường uy tín và hình ảnh tốt đẹp của toàn ngành... sẽ giúp các doanh nghiệp sử dụng tiết kiệm chi phí, nâng cao hiệu quả khai thác nguồn thông tin, nguồn nhân lực...

2.2.5. Áp dụng chuẩn mực quốc tế phù hợp trong giám sát hoạt động của các ngân hàng

Cách tốt nhất đối với Việt Nam là áp dụng các chuẩn mực quốc tế (mà cụ thể ở đây là quy tắc Basel II) trong việc giám sát hoạt động của các ngân hàng Việt Nam. Các ngân hàng có thể làm bất cứ điều gì với ba điều kiện: (1) có đủ vốn, (2) có hệ thống theo dõi, giám sát rủi ro tốt, và (3) tuân thủ các kỷ luật thị trường, minh bạch thông tin.

2.2.6. Xây dựng hệ thống thu thập dữ liệu đảm bảo có được các thông tin tin cậy

Tự do hoá tài chính có thể làm cho hệ thống ngân hàng và nền kinh tế bị tổn thương, đổ vỡ nếu như cơ quan quản lý nhà nước không theo kịp dòng chảy của thị trường, mất khả năng kiểm soát ở những khu vực đã được tự do hoá. Nguyên nhân của vấn đề này, ngoài trình độ và khả năng quản lý của người điều hành thì phải nói đến một nguyên nhân vô cùng quan trọng là thiếu một hệ thống thu thập dữ liệu đảm bảo có được các thông tin tin cậy, bởi lẽ khó có thể đưa ra một giải pháp hữu hiệu nếu như người điều hành không thể biết thực trạng của các vấn đề đang giải quyết. Chúng ta không thể làm lành mạnh hoá thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán khi mà không một ai có thể biết chính xác các ngân hàng hiện nay đã đổ bao nhiêu tiền, cho vay bao nhiêu trong lĩnh vực này. Điều này có thể giải quyết nếu Việt Nam có được hệ thống thu thập và phân tích thông tin tốt cộng với những

tổ chức nghiên cứu thực thụ, độc lập và đủ khả năng đưa ra những nghiên cứu đánh giá một cách khách quan.

2.2.7. Đào tạo nguồn nhân lực

Nhân lực của các định chế trung gian tài chính là các nhà quản lý, các nhà kinh doanh, các nhân viên nghiệp vụ của các định chế này. Tuy nhiên trình độ của đội ngũ này hiện nay vẫn còn hạn chế, đặc biệt là nguồn nhân lực trong lĩnh vực này còn thiếu do công tác đào tạo ở nước ta còn chưa đáp ứng kịp sự phát triển nhanh chóng của các loại hình định chế trung gian tài chính trên thị trường tài chính Việt Nam. Vì vậy cần đào tạo, bồi dưỡng nguồn nhân lực của nước ta, giúp đội ngũ này đủ năng lực, am hiểu các kiến thức chuyên môn, nghiệp vụ, có hiệu quả làm việc cao, phù hợp với các tiêu chuẩn quốc tế và đáp ứng được yêu cầu hội nhập và phát triển.

Thực hiện công tác này, Nhà nước cần có kế hoạch gửi nhân sự sang các nước phát triển tham gia các khóa đào tạo ngắn, trung và dài hạn về nghiệp vụ của các định chế trung gian tài chính. Đồng thời khuyến khích các trường đại học có chất lượng trong nước tăng cường công tác đào tạo nguồn nhân lực cho lĩnh vực kinh tế tài chính, mời các chuyên gia trong và ngoài nước có chuyên môn và kinh nghiệm trực tiếp tham gia giảng. Chỉ có như vậy chúng ta mới có được đội ngũ cán bộ có năng lực thực sự, chuyên môn vững vàng để thích ứng với sự phát triển củ thị trường tài chính Việt Nam và thế giới.

3. Một số giải pháp để phát triển sản phẩm tài chính mới ở Việt Nam

Giai đoạn 2007-2010 là một giai đoạn quan trọng, mang tính then chốt với đặc điểm nổi bật là tiến trình hội nhập quốc tế của Việt Nam trở nên sâu rộng, quyết liệt và nhanh chóng hơn. Trong giai đoạn này, Việt Nam sẽ hội nhập đầy đủ vào khu vực mậu dịch tự do ASEAN (AFTA), bước đầu gia nhập WTO, tiếp tục thực hiện các cam kết trong hiệp định thương mại Việt Mỹ cũng như các cam kết song phương và đa phương khác.

Định hướng chung cho ngành tài chính - ngân hàng là đến năm 2010, Việt Nam phấn đấu phát triển được hệ thống tài chính - ngân hàng ổn định, an toàn, hiệu quả bền vững và hội nhập quốc tế, trong đó, các tổ chức tài chính Việt nam được hiện đại hóa, hoạt động đa năng, cung cấp các dịch vụ tài chính ngân hàng đa dạng với chất lượng cao, đạt trình độ phát triển trung bình tiên tiến trong khu vực và có khả năng cạnh tranh quốc tế.

Chính sách phát triển dịch vụ tài chính ngân hàng phải hướng tới mở rộng khả năng “cung” dịch vụ của hệ thống ngân hàng và các tổ chức tài chính, đồng thời góp phần kích “cầu” về dịch vụ tài chính ngân hàng của nền kinh tế. Trong đó, công nghệ, đặc biệt là công nghệ thông tin là nền tảng cho phát triển dịch vụ mới, đồng thời khuôn khổ thể chế trở thành tiền đề góp phần quan trọng đảm bảo dịch vụ tài chính ngân hàng phát triển an toàn và hiệu quả. Đến năm 2020, hệ thống tài chính ngân hàng Việt Nam phấn đấu phát triển được hệ thống dịch vụ tài chính ngân hàng ngang tầm với các nước trong khu vực ASEAN về chủng loại, chất lượng và khả năng cạnh tranh quốc tế trong cung cấp dịch vụ ngân hàng, từng bước cải thiện uy tín và thương hiệu của hệ thống ngân hàng Việt Nam trên thị trường tài chính quốc tế.

Trên cơ sở những kết quả đạt được trong những năm qua, đặt trong mối liên hệ dự báo tương lai, trong môi trường kinh tế đất nước hiện nay, những định hướng lớn để phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính ngân hàng ở Việt Nam trong thời gian tới bao gồm:

Thứ nhất, định hướng xây dựng hệ thống các sản phẩm dịch vụ tài chính ngân hàng theo tiêu chuẩn quốc tế

Thực hiện nội dung này, các sản phẩm mới trước khi đưa vào ứng dụng đều phải được thiết kế theo tiêu chuẩn quốc tế. Những sản phẩm này chủ yếu thuộc nhóm sản phẩm phát triển dựa trên nền tảng công nghệ hiện đại và những sản phẩm đã và đang ứng dụng như chưa đủ tiêu chuẩn hoặc chưa phù hợp với chuẩn mực quốc tế sẽ dần từng bước được điều chỉnh lại hoặc được thay thế bằng những sản phẩm mới đạt tiêu chuẩn quốc tế, phù hợp với yêu cầu thị trường.

Trong số những sản phẩm này, dịch vụ thanh toán cần được ưu tiên và tập trung phát triển trong thời gian tới để đáp ứng nhu cầu thanh toán nội địa cũng như thanh toán quốc tế. Các tổ chức tài chính cần tập trung hiện đại hóa hạ tầng công nghệ kỹ thuật và hệ thống thanh toán ngân hàng đảm bảo an toàn và tin cậy. Phát triển hệ thống thanh toán vận hành an toàn, hiệu quả, phù hợp với thông lệ và chuẩn mức quốc tế, trọng tâm là nâng cấp hệ thống thanh toán liên ngân hàng và các hệ thống thanh toán nội bộ của các NHTM. Ngoài ra, một số sản phẩm ít có liên quan đến hoạt động quốc tế và công nghệ cũng cần có sự chuẩn hóa theo thông lệ quốc tế.

Thứ hai, định hướng phát triển những sản phẩm ngân hàng hiện đại mới các ngân hàng thương mại

Về dịch vụ huy động vốn, các ngân hàng cần đưa ra những dịch vụ ngân hàng trọn gói và đa tiện ích, gắn dịch vụ huy động vốn với dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt, tín dụng và quản lý tài sản. Thay đổi cơ cấu nguồn vốn huy động theo hướng tăng nguồn vốn huy động trung, dài hạn, trong đó đẩy mạnh phát hành các công cụ nợ và trái phiếu dài hạn phù hợp với thông lệ quốc tế và đủ điều kiện niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán/ Sở giao dịch chứng khoán.

Về dịch vụ tín dụng, triển khai từng bước thận trọng các nghiệp vụ phái sinh tiền tệ và lãi suất (swap, forward, option) phù hợp với thông lệ quốc tế, theo nguyên tắc hạn chế tập trung rủi ro tín dụng và đa dạng hóa ngành hàng, lĩnh vực và khách hàng nhằm phân tán rủi ro trên cơ sở thiết lập hệ thống quản lý rủi ro tín dụng hữu hiệu, hệ thống thông tin tín dụng đầy đủ nhất là thông tin về khách hàng và môi trường kinh doanh... Mở rộng các loại hình cho vay, đẩy mạnh phương thức cho vay đồng tài trợ và cho vay hợp vốn của tổ chức tín dụng đối với các dự án lớn, đặc biệt là các dự án đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng kinh tế-xã hội, mở rộng hoạt động cấp tín dụng dưới hình thức chiết khấu giấy tờ có giá và đa dạng hóa dịch vụ bảo lãnh của các tổ chức tín dụng.

Đối với dịch vụ ngoại hối và đầu tư của tổ chức tín dụng trên thị trường tài chính, NHNN cần tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng triển khai các sản phẩm phái sinh ngoại tệ: mua bán có kỳ hạn, hoán đổi ngoại tệ và hợp đồng quyền chọn (giữa VND và các loại ngoại tệ; giữa các loại ngoại tệ với nhau) giữa các tổ chức tín dụng với nhau và giữa các tổ chức tín dụng và khách hàng nhằm góp phần đáp ứng tốt hơn nhu cầu sử dụng ngoại tệ của khách hàng, nâng cao khả năng phòng ngừa rủi ro tỷ giá và lãi suất liên quan đến các tài sản đồng thời khuyến khích thị trường ngoại tệ phát triển.

Bên cạnh các dịch vụ sẵn có, các ngân hàng cần tập trung phát triển dịch vụ ngân hàng bán lẻ và các dịch vụ ngân hàng quốc tế. Ngoài ra, các ngân hàng cũng cần định hướng phát triển các dịch vụ tài chính phi ngân hàng như dịch vụ bảo hiểm, kinh doanh chứng khoán (môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, cho vay, quản lý danh mục đầu tư), tư vấn tài chính và đầu tư, quản lý tái sản theo ủy quyền của khách hàng... Phát triển hệ thống dịch vụ ngân hàng đa dạng gắn kết với các dịch vụ tài chính phi ngân hàng, hình thành hệ thống dịch vụ ngân hàng trọn gói, đa dạng, đáp ứng nhu cầu của xã hội về dịch vụ tài chính để khuyến khích khách hàng sử dụng dịch vụ ngân hàng rộng rãi hơn.

Thứ ba, định hướng phát triển các sản phẩm mới trên thị trường tài chính. Trên thị trường tài chính, bên cạnh việc phát triển thị trường cổ phiếu, cần tập trung phát triển thị trường trái phiếu, trong đó chú trọng đến thị trường trái phiếu chính phủ và thị trường trái phiếu công ty. Chuẩn bị các tiền đề cần thiết để xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh tập trung, cung cấp cung cụ quản trị rủi ro hiệu quả cho các chủ thể trong nền kinh tế.

Thứ tư, xác định thứ tự ưu tiên cho việc triển khai các sản phẩm tài chính hiện đại. Đứng trước những thách thức lớn về cạnh tranh, khả năng đáp ứng yêu cầu của khách hàng, các cơ quan chức năng và các tổ chức tài chính phải lựa chọn cho mình thứ tự ưu tiên cho việc triển khai từng sản phẩm tài chính cốt lõi, lĩnh vực nào triển khai trước, lĩnh vực nào triển khai tùy thuộc vào yêu cầu thị trường cũng như đặc thù kinh doanh của các tổ chức tài chính.

Thứ năm, xây dựng kênh phân phối sản phẩm tài chính theo quy chuẩn quốc tế. Để có được kênh phân phối sản phẩm theo quy chuẩn quốc tế, trước hết các tổ chức phải cấu trúc lại quy trình giao dịch bao gồm hệ thống giao dịch trực tiếp (giao dịch tại quầy) và hệ thống giao dịch gián tiếp (được thực hiện gián tiếp thông qua thiết bị công nghệ). Kết hợp chặt chẽ giữa các tổ chức cung ứng dịch vụ tài chính với các cơ quan, doanh nghiệp, tổ chức cung ứng dịch vụ, hàng hóa tiêu dùng và công cộng nhằm cung ứng các dịch vụ tiện lợi tới khách hàng. Tăng cường sự liên kết và hợp tác của các tổ chức cung cấp dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt, đặc biệt sớm hình thành hệ thống chuyển mạch thanh toán thẻ thống nhất giữa các ngân hàng và phát triển hệ thống thanh toán quốc gia cũng như hệ thống thanh toán nội bộ của các ngân hàng dựa trên nền tảng công nghệ hiện đại, bảo đảm tương thích lẫn nhau, an toàn, hiệu quả và tin cậy. Phát triển hệ thống quản lý và xử lý giao dịch tập trung, hệ thống giao dịch trực tuyến, đồng thời khẩn trương thiết lập hệ thống điểm giao dịch tự động. Đồng thời, triển khai rộng rãi các dịch vụ thanh toán điện tử và các hệ thống giao dịch điện tử, giao dịch trực tuyến đồng thời đẩy mạnh đầu tư, nghiên cứu và ứng dụng các công cụ thanh toán mới theo tiêu chuẩn quốc tế. Đưa vào triển khai rộng rãi các loại thẻ nội địa và quốc tế, thẻ đa năng, thẻ thông minh, các hệ thống giao dịch tự động. Phát triển các thị trường, tập trung và phi tập trung, để cung cấp hiệu quả các sản phẩm tài chính.

Thứ sáu, đổi mới mô hình tổ chức, phát triển nguồn nhân lực và cải cách hành chính của hệ thống tài chính ngân hàng. Tiếp tục đổi mới bộ máy quản lý từ Trung ương đến chi nhánh nhằm nâng cao hiệu quả quản lý Nhà nước và khả năng kiểm soát tài chính - tiền tệ. Kiện toàn mô hình tổ chức, bộ máy các tổ chức tài chính đảm bảo vừa gọn nhưng lại vừa phát triển.

Thứ bảy, nâng cao năng lực và hiệu quả giám sát tài chính, đảm bảo lành mạnh hóa tài chính và an ninh tài chính quốc gia. Thiết lập hệ thống cảnh báo sớm để kịp thời ngăn chặn những nguy cơ làm mất an ninh trong hệ thống tài chính, đặc biệt khi các sản phẩm mới ra đời làm cho các tổ chức giám sát khó có thể đánh giá chính xác các hoạt động của các tổ chức tài chính. Kiện toàn tổ chức

và nâng cao năng lực tổ chức giám sát tài chính, tập trung đầu mối vào Bộ tài chính.

Thứ tám, xây dựng một hệ thống công nghệ hiện đại. Hoạt động tài chính ngân hàng hiện đại đòi hỏi phải được triển khai dựa trên nền tảng kỹ thuật tiên tiến và hạ tầng kỹ thuật này cần được nâng cấp, đổi mới liên tục theo yêu cầu phát triển thị trường. Bộ phận có tầm quan trọng sống còn của hạ tầng kỹ thuật đối với các dịch vụ tài chính ngân hàng hiện đại là hạ tầng về công nghệ thông tin và các hệ thống thông tin quản lý. Nếu không có một nền tảng công nghệ tiên tiến hiện đại thì không thể xây dựng một hệ thống các kênh cung ứng dịch vụ có tính chuẩn mực cao và cũng không thể tạo ra được những sản phẩm đủ tiêu chuẩn quốc tế để tham gia hội nhập.

3.1. Xây dựng chiến lược, kế hoạch phát triển các sản phẩm tài chính ngân hàng

Chiến lược phát triển sản phẩm tài chính ngân hàng sẽ được xây dựng phù hợp với từng ngân hàng trong từng thời kỳ, tuy nhiên cần có những nội dung sau:

- Đánh giá được thực trạng hoạt động cung cấp các sản phẩm tài chính – ngân hàng hiện ngân hàng đang cung cấp; vị thế, điểm mạnh, điểm yếu của ngân hàng so với tốc độ phát triển dịch vụ của các NH và các tổ chức tài chính khác. Đồng thời, phải xác định được cơ hội, thách thức và các mục tiêu phát triển các sản phẩm tài chính mới trong từng thời kỳ;
- Xác định các loại hình sản phẩm sẽ phát triển, điều kiện phát triển, đối tượng khách hàng mục tiêu, lộ trình thực hiện và phân bổ nguồn vốn thực hiện. Khi xác định kế hoạch phát triển, cần đặc biệt quan tâm đến điều kiện của ngân hàng, khách hàng mục tiêu và quá trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam trong lĩnh vực tài chính ngân hàng;
- Đưa ra các giải pháp về công nghệ, về nhân sự, cơ sở vật chất... để phát triển thành công các loại hình sản phẩm đề ra.

3.2. Đầu tư phát triển công nghệ thông tin

Trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, hạ tầng CNTT được coi là yếu tố có ý nghĩa quyết định nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh với các ngân hàng, các tổ chức tài chính trong khu vực và trên thế giới, là nền tảng để các NH cung ứng các sản phẩm dịch vụ tài chính mới. Vấn đề công nghệ, an ninh bảo mật luôn là vấn đề được khách hàng đặt lên hàng đầu khi quyết định sử dụng các dịch vụ có hàm lượng công nghệ cao. Tuy nhiên, hiện tại, CNTT của các NHTM Việt Nam còn yếu kém, tính năng nhiều mảng công nghệ còn thiếu hoàn thiện hạn chế nhiều đến năng lực cạnh tranh. Để khắc phục vấn đề này là cả một bài toán lớn cho từng NHTM. Trong đề tài này, nhóm tác giả xin đưa ra một số giải pháp có tính định hướng như sau:

Thứ nhất, trong điều kiện năng lực tài chính hạn chế như hiện nay, các ngân hàng cần phải đầu tư có trọng điểm. Việc đầu tư công nghệ trên diện rộng, không có trọng tâm sẽ có thể dẫn đến hậu quả dư thừa công suất, doanh thu trong tương lai không đủ bù đắp cho những chi phí để triển khai công nghệ, làm giảm hiệu quả đầu tư, lãng phí nguồn lực. Hơn nữa, nếu đầu tư công nghệ tràn lan trong khi năng lực quản lý và sử dụng công nghệ chưa theo kịp cũng gây ra tình trạng không thể tối đa hóa hiệu quả của công nghệ đối với hoạt động ngân hàng, không phù hợp với mục đích tăng tối đa giá trị của ngân hàng. Kết quả là thất bại trong đổi mới công nghệ và công nghệ mới có thể làm suy yếu một ngân hàng bởi nguồn vốn ít ỏi đã đầu tư vào công nghệ.

Thứ hai, các ngân hàng phải đầu tư công nghệ một cách đồng bộ, có chiến lược đầy đủ, định hướng rõ từng bước đi hợp lý, lựa chọn giải pháp kỹ thuật ứng dụng phù hợp với xu thế phát triển công nghệ thế giới, tránh tình trạng đầu tư nhỏ lẻ, manh mún, theo kiểu trang bị máy tính nhưng không trang bị phần mềm ứng dụng kịp thời, đến khi trang bị được phần mềm thì máy tính đã lỗi thời, không tương thích với những phần mềm hiện đại.

Thứ ba, cần đi tắt đón đầu trong công nghệ, thực hiện chuyển giao công nghệ có hiệu quả để rút ngắn khoảng cách về trình độ công nghệ với các nước đi

trước. Khi lựa chọn công nghệ, nên chọn những công nghệ hiện đại, tránh tình trạng khi dự án chưa triển khai xong thì công nghệ đã tụt hậu. Các NHTM Việt Nam cần đầu tư nhanh vào các công nghệ mà NHTM đang rất yếu hoặc chưa có so với các ngân hàng nước ngoài như công nghệ thanh toán, công nghệ cung cấp dịch vụ ngân hàng điện tử, công nghệ phục vụ quản trị ngân hàng.

Thứ tư, tập trung hoàn thiện các ứng dụng của core banking, chẳng hạn như dịch vụ ngân hàng điện tử, ngân hàng trực tuyến, tạo điều kiện thuận lợi nhất cho khách hàng khi giao dịch với ngân hàng.

Thứ năm, khi đầu tư phát triển công nghệ, cần xây dựng hệ thống dự phòng và trung tâm phục hồi thảm họa, cũng như các biện pháp an toàn bảo mật nhằm đảm bảo cho hoạt động kinh doanh của ngân hàng trong mọi tình huống. Công nghệ của ngân hàng phải đảm bảo luôn sẵn sàng 24 x 7 x 365 vì khách hàng không thể dừng giao dịch để chờ ngân hàng sao lưu dự phòng, kiểm tra hay nâng cấp. Đối với trung tâm phục hồi thảm họa, các ngân hàng có thể tham khảo các mô hình DAS (Direct Attached Storage), NAS (Network Attached Storage) hay SAN (Storage Area Network).

Thứ sáu, cần chú ý đến việc nâng cao hiệu suất khai thác công nghệ của mỗi ngân hàng. Hiệu suất khai thác công nghệ có thể được nâng cao thông qua việc bố trí hợp lý trang thiết bị và sử dụng các phần mềm phù hợp. Bên cạnh đó, cần phải nâng cao kỹ năng ứng dụng công nghệ của các nhân viên, tiến hành đào tạo kỹ năng sử dụng công nghệ cho các nhân viên ngân hàng và cần có các hoạt động kiểm tra đánh giá hiệu quả ứng dụng công nghệ của từng bộ phận.

3.3. Nâng cao chất lượng các dịch vụ tài chính mới

Các NHTM phải có ưu tiên trong việc phát triển các dịch vụ mới. Tùy theo đặc điểm hoạt động của từng ngân hàng, tùy chiến lược kinh doanh, tùy từng đối tượng khách hàng mà phát triển dịch vụ ngân hàng tương ứng. Trong giai đoạn hiện nay, theo nhóm tác giả, các NHTM Việt Nam nên ưu tiên đầu tư phát triển các kênh phân phối hiện đại (internet banking, phone banking, ATM...), tập trung khai thác hết các tiện ích của core banking... Bên cạnh đó, các NHTM

cũng cần mạnh dạn hơn nữa trong việc triển khai các loại chứng khoán phái sinh, cung cấp hàng hóa cho thị trường chứng khoán. Trên cơ sở các loại chứng khoán phái sinh này, trong tương lai khi thị trường tài chính Việt Nam phát triển hơn, các NHTM Việt Nam có thể cung cấp các sản phẩm chứng khoán hóa (ví dụ phát hành trái phiếu, thương phiếu và bán các chứng khoán bảo đảm bằng tài sản (asset backed securities) như chứng khoán bảo đảm bằng tài sản thế chấp (mortgage backed securities), chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp (collateralised mortgage obligations), chứng khoán hóa trái phiếu (collateralised bond obligations – CBOs), chứng khoán hóa các khoản nợ (collateralised debt obligations - CDOs...). Ngoài ra, các NHTM cũng cần quan tâm phát triển các dịch vụ như quản trị tiền mặt, quản trị đầu tư, quản trị rủi ro...

3.4. Nâng cao năng lực quản trị và phòng ngừa rủi ro

Các sản phẩm tài chính mới đem lại nhiều lợi ích các tổ chức tài chính nhưng cũng hàm chứa rất nhiều rủi ro. Các NHTM có thể phải chịu tổn thất rất lớn nếu cung cấp dịch vụ mà chưa có các biện pháp quản trị và phòng ngừa rủi ro cho các dịch vụ mới này. Hiện nay, hoạt động quản trị rủi ro của NHTM nói chung và đối với các DVNHHĐ của các NHTM Việt Nam còn nhiều hạn chế. Các NHTM Việt Nam cần phải nâng cao năng lực quản trị rủi ro của mình để có thể phát triển thành công các dịch vụ mới.

Đối với những dịch vụ ứng dụng công nghệ thông tin cao phát triển trên hệ thống core banking như thẻ, ATM, internet banking..., các NHTM phải đặc biệt chú trọng đến vấn đề bảo mật thông tin, phòng chống rủi ro tội phạm và lừa đảo. Các NH cần thiết lập các biện pháp bảo mật hệ thống (bảo mật máy chủ, mã hóa dữ liệu, máy chủ web sử dụng chức thực điện tử CA...), bảo mật dữ liệu (mã hóa các dữ liệu trên đường truyền sử dụng các công nghệ như SSL 128 bit, bảo mật mức giao diện...), bảo mật các ứng dụng (như các giao dịch thanh toán thẻ tín dụng phải tuân thủ theo chuẩn bảo mật của Visa, Mastercard: Verified by VISA, MasterCard SecureCode...) và bảo mật giao dịch (theo dõi và quản lý được giao dịch của toàn bộ hệ thống, lưu vết và lập báo cáo các giao dịch, sử dụng mã phê duyệt cho từng giao dịch...). Các NHTM cũng cần có các giải pháp

dự phòng rủi ro, đảm bảo các tính năng lưu trữ dự phòng hoạt động liên tục (hệ thống máy chủ sẵn sàng cao, có hệ thống đường truyền dự phòng, có trung tâm phục hồi sau sự cố, có hệ thống back-up...)...

3.5. Nâng cao vốn tự có của các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán

a. Đối với công ty chứng khoán

Hầu hết các công ty chứng khoán hiện nay đều là các công ty con trực thuộc các NHTM. Kinh nghiệm quốc tế nói chung, trong đó có kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, sự phát triển vững chắc của một TTCK phụ thuộc rất lớn vào hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, vào môi trường pháp lý, vào kỹ thuật nghiệp vụ vận hành thị trường, tổ chức thị trường. Thực tế cũng cho thấy sự đa dạng, phong phú, có kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường có ảnh hưởng rất quan trọng đến việc thúc đẩy TTCK phát triển nói chung, đẩy nhanh việc phát triển và áp dụng các sản phẩm tài chính mới đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Bởi vậy việc khuyến khích, tạo điều kiện cho việc thành lập mới và đi vào hoạt động có hiệu quả của các Công ty kinh doanh chứng khoán, cũng như các quỹ đầu tư,... là hết sức cần thiết trong chiến lược đẩy nhanh sự phát triển vững chắc của thị trường chứng khoán, là tiền đề đẩy nhanh việc phát triển các sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng.

b. Đối với hệ thống ngân hàng

Một giải pháp được dư luận và giới ngân hàng đặc biệt quan tâm trong thời gian gần đây là *cổ phần hóa (CPH) các NHTMNN*. Đây được coi là giải pháp quan trọng nhất giúp các NHTMNN nhanh chóng tăng vốn điều lệ, đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn, đồng thời đây cũng là giải pháp góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động và trình độ quản lý của các NHTMNN. Để kiểm soát hoạt động của một NHTMNN, Nhà nước chỉ cần nắm trên 50% vốn cổ phần chứ không nhất thiết phải nắm 100% vốn của ngân hàng đó. Sự tham gia của các cổ đông bên ngoài, bao gồm cả các cổ đông nước ngoài còn làm tăng sự giám sát của công chúng đối với hoạt động ngân hàng, góp phần làm hoạt động của ngân hàng

lành mạnh và minh bạch hơn. Nhờ đó, vai trò kiểm soát hoạt động của các NH của nhà nước không những bị yếu đi mà còn có thể được củng cố hơn.

Đối với các NHTMCP: Các NHTMCP đang có rất nhiều thuận lợi trong việc nâng cao vốn điều lệ thông qua việc kêu gọi thêm vốn từ các cổ đông, đặc biệt là các cổ đông nước ngoài. Từ năm 2003 đến nay, đặc biệt là năm 2005, 2006, vốn điều lệ của các NHTM CO Việt Nam đã có tốc độ tăng trưởng mạnh. Hiện tại, sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đến các NHTMCP đặc biệt lớn. HSBC đã tăng số cổ phần của mình trong Techcombank lên 15%, OCBC Singapore nắm giữ 10% cổ phần của VP Bank, Deutsche Bank nắm giữ 10% cổ phần NH Habubank... Sự tham gia của các ngân hàng nước ngoài với tư cách cổ đông sẽ góp phần giúp tăng cường hoạt động của các NH trong nước, đặc biệt trong lĩnh vực quản trị điều hành. Khi các ngân hàng này trở thành đối tác chiến lược, họ sẽ giúp đỡ phía Việt Nam về vốn, thương hiệu, phát triển sản phẩm, chuyển giao công nghệ, đào tạo và bồi dưỡng nhân sự. Tóm lại đối tác chiến lược sẽ giúp đỡ ngân hàng Việt cả về sản phẩm, marketing, tài chính và nhân sự. Vì vậy đối tác chiến lược nước ngoài có ý nghĩa rất quan trọng vì họ mang đến cho ngân hàng Việt Nam những kinh nghiệm lâu đời về thành công và thất bại trong quá trình phát triển. Kinh nghiệm của các ngân hàng như Techcombank, ACB, VP Bank đã chứng minh điều đó.

3.6. Tăng cường các hoạt động marketing, quan hệ khách hàng

Các NHTM cần phải đẩy mạnh hoạt động marketing các dịch vụ mới, giúp khách hàng nhận biết rõ lợi ích khi sử dụng những dịch vụ này. Đối với các dịch vụ như thẻ hay kênh phân phối, các ngân hàng có thể thực hiện chiến lược marketing đại trà trên các phương tiện thông tin đại chúng... Đối với các dịch vụ dành cho doanh nghiệp phức tạp hơn như chứng khoán phái sinh, quản trị tài sản..., các ngân hàng có thể chọn phương thức tiếp thị trực tiếp: lựa chọn và huấn luyện kiến thức tiếp thị cho những nhân viên thật sự am hiểu về sản phẩm để trực tiếp giới thiệu và chào bán cho khách hàng. Ngoài ra, về lâu dài cần lập ra

bộ phận chuyên tư vấn và hỗ trợ cho khách hàng tìm kiếm thông tin, cách thức sử dụng dịch vụ mới cho cả hai mục tiêu kinh doanh và hạn chế rủi ro.

Ngoài ra, điểm đặc biệt trong chiến lược marketing đối với các sản phẩm tài chính mới là phải xây dựng được một chính sách khách hàng linh hoạt. Theo một điều tra được công bố năm 2003 của nhóm tác giả thuộc trường Đại học Oulu, Phần lan, khách hàng sử dụng dịch vụ ngân hàng hiện đại thường có xu thế ít trung thành hơn so với khách hàng sử dụng dịch vụ truyền thống¹. Vì vậy, bên cạnh việc nghiên cứu, cải tiến các sản phẩm cung cấp, các NH cần chú trọng đến chất lượng mối quan hệ với khách hàng, đảm bảo khách hàng luôn được hài lòng khi sử dụng các dịch vụ của ngân hàng, không chỉ vì chất lượng dịch vụ mà còn vì chất lượng phục vụ.

3.7. Tập trung phát triển nguồn nhân lực

Để phát triển thành công các DVNHHĐ, nguồn nhân lực đóng vai trò quyết định. Hiện nay, đội ngũ cán bộ của hệ thống ngân hàng khá đông nhưng trình độ am hiểu về luật pháp trong nước và quốc tế, về chuyên môn nghiệp vụ, và đặc biệt về các dịch vụ mới... còn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của hệ thống ngân hàng hiện đại, yêu cầu của hội nhập quốc tế. Thực tế đã chứng minh sự yếu kém trong năng lực điều hành và năng lực chuyên môn của các nhà quản trị cũng như của đội ngũ nhân viên là nguyên nhân làm giảm hiệu quả của hoạt động kinh doanh NH. Trong xu thế hội nhập của mọi hoạt động kinh doanh NH trong đó có các DVNHHĐ, các NHTM cần phải gấp rút hơn nữa trong việc xây dựng, đào tạo cho mình một đội ngũ các nhà quản trị có năng lực, một đội ngũ cán bộ nghiệp vụ giỏi về chuyên môn, trong sáng về đạo đức.

3.8. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế và tăng cường

¹ Karjaluoto, H.; Koivumaki, T.; Salo, J. (2003), "Individual differences in private banking: empirical evidence from Finland", *Proceedings of the 36th Annual Hawaii International Conference on System Sciences*, 6-9 Jan. 2003, pp. 196 - 205.

sự hợp tác liên kết giữa các ngân hàng thương mại trong nước và hợp tác quốc tế

Trong bối cảnh cạnh tranh quốc tế ngày càng khốc liệt, đặc biệt cạnh tranh trong việc cung cấp các sản phẩm tài chính ngân hàng, các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán trong nước cần tăng cường hợp tác trong việc cung ứng dịch vụ, học hỏi kinh nghiệm của nhau và cung cấp tiện ích tối đa cho người sử dụng.

Thứ nhất, các ngân hàng cần chủ động hợp tác trong lĩnh vực công nghệ. Việc trước mắt cần làm là phải đẩy nhanh quá trình kết nối các máy ATM của các ngân hàng.

Thứ hai, hợp tác trong lĩnh vực cung ứng dịch vụ. Các NHTM, các tổ chức tài chính Việt Nam có thể hợp tác với nhau để cùng nhau cung cấp một số dịch vụ mới ra thị trường. Hợp tác giữa các tổ chức tài chính sẽ giúp các NH đủ tiềm lực tài chính để đầu tư vào các dự án lớn, cung cấp những dịch vụ cần nhiều vốn đầu tư.

4. Giải pháp để thực hiện các cam kết về tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam

4.1. Định hướng tiếp tục lộ trình tự do hóa tài chính theo các cam kết trong WTO của Việt Nam

Để tự do hóa tài chính theo WTO thành công, Việt Nam cần phải có những điều kiện sau:

- Sự phù hợp về mục tiêu và biện pháp của các chính sách vĩ mô
- Sự vững mạnh của các định chế tài chính và thị trường tiền tệ
- Sự hữu hiệu của cơ chế giám sát và quản lý thận trọng trong hoạt động của các ngân hàng
- Thị trường vốn phát triển

Căn cứ vào các bài học kinh nghiệm nêu ra trong chương II và thực tế quá trình tự do hoá tài chính ở Việt Nam, Việt Nam nên tiếp tục tự do hoá tài chính theo ***các định hướng*** như sau:

+ Tự do hóa tài chính phải tiến hành theo lộ trình, bước đi chủ động, thận trọng và hiệu quả, duy trì và góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, mục đích cuối cùng là nhằm phát triển kinh tế với tốc độ cao và bền vững.

Về lộ trình tự do hóa: Việt Nam nên tiếp tục tập trung vào tự do hoá đầu tư trực tiếp nước ngoài trước đầu tư gián tiếp và các khoản vay ngân hàng. Nên thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài vào trước đầu tư trực tiếp ra nước ngoài để tạo vốn và tạo động lực phát triển cho nền kinh tế. Luồng vốn ngắn hạn được tự do sau luồng vốn dài hạn. Trước thực tế thị trường tài chính Việt Nam mới phát triển ở giai đoạn đầu, Việt Nam không nên tự do hoá hoàn toàn các giao dịch vốn.

+ Tự do hóa tài chính phải nằm trong sự kiểm tra, giám sát chặt chẽ của nhà nước bằng pháp luật, bằng các công cụ điều tiết về kinh tế nhằm đảm bảo an ninh tiền tệ quốc gia. Cùng với quá trình tự do hoá tài chính và mở cửa thị trường, cần phải bảo đảm các yếu tố bên trong có sự cải cách tương xứng về khung pháp lý, hệ thống quy chế an toàn, giám sát tài chính và quản trị rủi ro, hạ tầng công nghệ. Đặc biệt, cần nâng cao yêu cầu về tính minh bạch, tính có thể dự đoán được của chính sách và công khai thông tin.

+ Cải cách cấu trúc thể chế tài chính, theo các hướng như: tăng cường sự tham gia của ngân hàng nước ngoài; phát triển thị trường trái phiếu và thị trường tài chính phái sinh. Ngoài ra, các nước đang phát triển thực hiện mở cửa thị trường dịch vụ tài chính trên cơ sở quy định thận trọng. Kinh nghiệm mở cửa thị trường dịch vụ ở nhiều nước trên thế giới cho thấy, sự tham gia của các ngân hàng nước ngoài nhiều khi không đóng vai trò nhiều lắm trong phân bổ hiệu quả các nguồn tín dụng cho nền kinh tế. Tình trạng phổ biến ở các nước đang và kém phát triển là ngân hàng nước ngoài chỉ chọn những khách hàng làm ăn có lãi, rủi

ro thấp nhất và đẩy các doanh nghiệp còn lại (rủi ro hơn) cho ngân hàng trong nước. Vì thế, cần căn cứ vào tình hình thực tiễn của đất nước để có chính sách thích hợp với sự hiện diện của các tổ chức tài chính nước ngoài.

+ Tự do hoá thương mại cần tiếp tục tiến hành song song với tự do hoá tài chính và là nền tảng vững chắc của tự do hóa tài chính.

Bảng 2.2 cho thấy, đến năm 2015, Việt Nam cơ bản hoàn thành các cam kết trong WTO. Cụ thể, năm 2011 là mốc Việt Nam xóa bỏ hết hạn chế về gia nhập thị trường đối với ngân hàng nước ngoài và doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ nước ngoài đồng thời cho phép thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài, chi nhánh công ty chứng khoán nước ngoài. Đến năm 2015, Việt Nam hoàn thành phát triển thị trường vốn và tự do hoá tài khoản vốn.

Bảng 2.2. Lộ trình tự do hóa thị trường dịch vụ tài chính Việt Nam

Năm	Các biện pháp thực hiện
2011	<ul style="list-style-type: none">- Xóa bỏ hết hạn chế hoạt động ngân hàng 100% vốn nước ngoài.- Cho phép thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài, chi nhánh công ty chứng khoán nước ngoài.- Chi nhánh doanh nghiệp bảo hiểm nước ngoài được cung cấp dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ.
2015	Hoàn thành phát triển thị trường vốn, tự do hoá tài khoản vốn, tự do hoá dịch vụ tài chính.

Nguồn: Ngân hàng nhà nước Việt Nam,

4.2. Các giải pháp chung

Tự do hoá tài chính, hay tự do hóa tài chính trong WTO, đòi hỏi một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định nhằm hấp thụ đầy đủ các lợi ích và giảm thiểu rủi ro. Mặt khác, những sai lầm về mặt chính sách có thể tác hại hơn khi thị trường

tài chính chưa phát triển, niềm tin vào cơ chế chính sách mới chưa rõ ràng và kinh nghiệm quản lý vĩ mô còn non nớt. Do vậy, quản lý vĩ mô thận trọng có vai trò rất quan trọng đảm bảo tiến trình tự do hoá thành công. Đây là bài học kinh nghiệm đắt giá trong quá trình tự do hoá tài chính của Hàn Quốc.

Dưới đây là một số giải pháp cải cách kinh tế vĩ mô cơ bản.

4.2.1 Thực hiện chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt.

Bài học chính về chính sách kinh tế vĩ mô từ kinh nghiệm của các quốc gia là một nước nên áp dụng chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt để đối phó hiệu quả với sự phát triển khá nóng của dòng vốn nước ngoài ngắn hạn và, trong nhiều trường hợp, làm giảm khả năng dễ bị tổn thương bởi sự đảo ngược của dòng vốn này.

Về lâu dài, Việt Nam nên ***chuyển sang điều hành tỷ giá theo kiểu dải băng tỷ giá trượt crawling band***, tức là dải băng tỷ giá trượt về tỷ giá cân bằng dài hạn phù hợp với các chỉ số kinh tế cơ bản của Việt Nam. ***Trước mắt***, có 2 vấn đề NHNN nên xem xét: ***(1) bề rộng của dải băng***; và ***(2) xác định ngang giá trung tâm hướng vào tỷ giá thực tế cân bằng dài hạn***.

Thứ nhất, chiều rộng dự kiến của dải băng tùy thuộc vào mức độ độc lập của một chính sách tiền tệ. Phạm vi tỷ giá lệch khỏi ngang giá trung tâm càng lớn, tức là khung càng rộng thì mức độ tự chủ chính sách tiền tệ của NHTW càng cao. Hiện nay, chính sách tài khoá ở Việt Nam bị giới hạn khá nghiêm ngặt, cụ thể như thâm hụt ngân sách bằng mọi giá không vượt quá 3% trên GDP, trong khi chỉ có 5/56 tỉnh thành có thu ngân sách điều tiết về trung ương. Bài học quản lý kinh tế vĩ mô ở các nước cho thấy, trong điều kiện không tự chủ được chính sách tài khoá thì chỉ còn một cửa duy nhất là ***tăng tính linh hoạt trong chính sách tiền tệ của NHTW*** bằng cách ***mở tương đối rộng dải băng tỷ giá***. Một số giải pháp đối với dải băng tỷ giá của đồng Việt Nam như sau:

- Trước mắt **tăng dần biên độ dao động tỷ giá lên 3-7%. Từ năm 2010, Việt Nam có thể xóa bỏ biên độ dao động**, NHNN chỉ thực hiện can thiệp vào thị trường ngoại tệ liên ngân hàng khi cần thiết bằng biện pháp vô hiệu hoá.

- **Neo tỷ giá đồng VND theo một rổ tiền tệ** bao gồm USD, euro, yen Nhật chứ không theo USD như hiện nay

- **Dải băng tỷ giá tính theo bình quân gia quyền trong rổ tiền tệ**, nghĩa là nếu như có những thời điểm tỷ giá đồng Việt Nam và USD vượt qua biên độ 7% nhưng tỷ giá đồng Việt Nam và euro, tỷ giá đồng Việt Nam và yen Nhật thấp hơn 7% thì NHTW vẫn không can thiệp vào tỷ giá đồng Việt Nam và USD. Biên độ dải băng thực chỉ có các quan chức NHTW nắm bắt và quản lý linh hoạt trong từng giai đoạn.

Thứ hai, xác định ngang giá trung tâm hướng vào tỷ giá thực tế cân bằng dài hạn. Các kinh nghiệm của Chilê, Colombia và các nước Đông Á cho thấy việc ấn định ngang giá trung tâm là nhằm mục tiêu duy trì tính cạnh tranh của hàng hóa nội địa trên thị trường thế giới. Ngang giá trung tâm nên xác định theo tỷ giá thực cân bằng dài hạn để ngăn chặn các dự kiến về các tái sắp xếp riêng rẽ của thị trường. Trong điều kiện dự trữ ngoại hối của chúng ta còn thấp lại đi kèm với thâm hụt liên tục cán cân tài khoản vãng lai thì điều chỉnh ngang giá không chỉ theo chênh lệch giữa lạm phát trong nước và nước ngoài mà còn phải chú ý đến các thay đổi trong các tỷ giá thực tế cân bằng cơ bản, thường do các thay đổi thường xuyên trong các yếu tố cơ bản của nền kinh tế, như thay đổi trong tỷ lệ xuất nhập khẩu, tiến trình thực hiện AFTA và cam kết trong WTO, mức thâm hụt ngân sách và các điều kiện trong các thị trường tài chính bên ngoài. Những nghiên cứu gần đây của IMF càng bổ sung thêm cho nhận định trên khi cả 5 nền kinh tế Đông Nam Á gần gũi với chúng ta là Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan đều theo dấu khá sát các giá trị cân bằng dài hạn trong suốt các thời kỳ các dòng vốn quốc tế chảy vào các quốc gia này. [1]

4.2.2 Thực hiện chính sách tiền tệ theo hướng ổn định

Kinh nghiệm các nước cho thấy hai trong số những nguy cơ chính xảy ra từ chính sách tiền tệ mở rộng đối với hệ thống tài chính nằm ở tình trạng cho vay bừa bãi và lạm phát cao. Cơ chế vận hành cơ bản như sau: việc mở rộng tiền tệ cho phép ngân hàng dễ dàng cung cấp tín dụng cho các công ty hoặc cho ngành bất động sản ở mức lãi suất thấp. Điều này dễ cho phép một số khoản vay rủi ro và đẩy giá tài sản như đất và nhà lên cao. Kết quả giá tiêu dùng bị kéo lên theo. Để duy trì sự ổn định về giá, NHTW buộc phải theo đuổi chính sách hạn chế bằng việc áp dụng lãi suất cao hơn. Chính sách tiền tệ thắt chặt làm giảm nhu cầu của nền kinh tế. Lãi suất cao và nhu cầu thấp tạo ra sự chênh lệch giữa chi phí cho vay và lợi tức đầu tư. Giá tài sản sau đó hạ xuống khi lợi tức từ tài sản không còn đủ chi trả chi phí vay tín dụng được nữa. Các ngân hàng do vậy gặp rất nhiều khoản vay xấu trong danh mục đầu tư của mình. Các biện pháp tịch thu tài sản của nhà đầu tư chỉ có thể giúp ích phần nào vì giá trị tín dụng đã vượt quá nhiều so với giá trị tài sản. Vấn đề nợ xấu còn có thể lớn hơn khi nhiều ngân hàng chủ quan cho vay trước không cần thế chấp. Trong tình huống xấu nhất, các ngân hàng có thể không còn khả năng thu hồi nợ và nếu phần lớn ngành ngân hàng bị ảnh hưởng thì một cơn khủng hoảng ngân hàng sẽ nổ ra. Trên thực tế, đã có một số nước phát triển và đang phát triển gặp phải khủng hoảng ngân hàng như vậy. Nếu các nhà tạo lập chính sách sử dụng NHTW để giải quyết những vấn đề trong ngành ngân hàng như gia hạn tín dụng thì sự ổn định về giá có thể bị ảnh hưởng nặng hơn. Một vòng luẩn quẩn giữa chính sách tiền tệ lỏng lẻo, lạm phát và các vấn đề trong ngành ngân hàng luôn luôn tồn tại.

Hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc phân phối vốn, đặc biệt là các nước đang phát triển như Việt Nam. Trong thời gian qua, ngân hàng có xu hướng gia tăng cho vay một cách dễ dàng hơn và gánh chịu rủi ro lớn hơn. Vì vậy, trước mắt, Việt Nam ***cần thi hành chính sách tiền tệ thắt chặt song***

song với quá trình kiềm chế lạm phát quá cao như trong thời gian gần đây. Tiếp theo, *cần kiềm chế bùng nổ cho vay.* Trong những trường hợp cần thiết, NHNN có thể tăng yêu cầu về dự trữ hoặc tăng yêu cầu về độ rủi ro có thể chấp nhận được. Những hạn chế hợp lý này sẽ giúp làm dịu đi áp lực quá nóng của dòng chảy vốn ồ ạt và làm giảm bớt tính dễ bị tổn thương của hệ thống ngân hàng.

4.2.3 Thực hiện cải cách căn bản, toàn diện hệ thống giám sát tài chính

Chính sách tự do hoá tài chính nói chung và tự do hóa giao dịch vốn nói riêng chỉ có thể thực hiện khi một nước có hệ thống giám sát tài chính có hiệu quả. Để xây dựng một hệ thống giám sát hiệu quả, cần thực hiện các giải pháp như sau:

Thứ nhất, xây dựng và phát triển hệ thống quản trị doanh nghiệp trong lĩnh vực ngân hàng phù hợp với các thông lệ tốt và chuẩn mực quốc tế gắn liền với xây dựng văn hóa kinh doanh, tinh thần doanh nghiệp lành mạnh trong lĩnh vực ngân hàng. Đây là vấn đề then chốt nhằm tạo môi trường thuận lợi hình thành phong cách kinh doanh dựa trên cơ sở rủi ro và tăng cường kỷ luật thị trường, tính trách nhiệm và tính minh bạch trong hoạt động của các TCTD Việt Nam.

Thứ hai, hoàn thiện hệ thống qui chế quản lý và biện pháp thận trọng trong lĩnh vực ngân hàng theo hướng phù hợp với nguyên tắc thị trường và cam kết mở cửa thị trường dịch vụ ngân hàng; thúc đẩy cạnh tranh lành mạnh trên cơ sở từng bước tạo sân chơi bình đẳng, loại bỏ các rào cản gia nhập thị trường và tiếp cận dịch vụ ngân hàng mà đã từng là nguyên nhân tạo lên sự bất bình đẳng và hạn chế cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng. Có biện pháp khuyến khích kết hợp củng cố chế các TCTD nâng cao năng lực quản trị rủi ro, đồng thời nâng cao

các điều kiện cấp phép liên quan đến an toàn hoạt động và quản trị đối với các TCTD được thành lập mới.

Thứ ba, xây dựng thể chế giám sát ngân hàng mới đi đôi với thực hiện cơ chế giám sát dựa trên cơ sở rủi ro và xây dựng Luật Giám sát an toàn hoạt động ngân hàng trên nguyên tắc cải thiện tính độc lập gắn liền nâng cao với tính trách nhiệm và minh bạch của cơ quan giám sát ngân hàng.

Thứ tư, không ngừng hoàn thiện hạ tầng hỗ trợ giám sát an toàn hoạt động ngân hàng như: (i) đổi mới hệ thống kế toán ngân hàng phù hợp với các chuẩn mực kế toán quốc tế để tạo điều kiện thuận lợi cho các TCTD ứng dụng công nghệ quản trị ngân hàng hiện đại và tạo rào chắn chống lại sự lạm dụng và gian lận, trong đó đặc biệt lưu ý đến sự khác biệt giữa chuẩn mực kế toán Mỹ (GAAP) và chuẩn mực kế toán quốc tế (IFRS) trong xu hướng hợp nhất giữa hai chuẩn mực này; (ii) hiện đại hóa hạ tầng công nghệ và hệ thống thông tin, báo cáo phục vụ mục đích giám sát an toàn hoạt động ngân hàng; tăng cường các qui chế công bố thông tin; nâng cao chất lượng và mức độ tin cậy của thông tin thông qua cải thiện chất lượng và hiệu quả hoạt động kiểm toán độc lập; (iii) xây dựng và vận hành có hiệu quả cơ chế thực thi đấu tranh chống tội phạm trong lĩnh vực ngân hàng, trong đó quan tâm hơn đến việc hoàn thiện tổ chức bộ máy và cơ chế vận hành Trung tâm Thông tin chống rửa tiền. Cơ quan giám sát ngân hàng cần tăng cường trao đổi thông tin và phối hợp với các cơ quan giám sát tài chính trong nước trong việc triển khai giám sát hợp nhất và các cơ quan giám sát tài chính của các TCTD nước ngoài; (iv) đầu tư và phát triển nguồn nhân lực cho hệ thống giám sát ngân hàng phải đặc biệt được coi trọng và xem như nhân tố quyết định để tạo ra chuyển biến có tính đột phá trong ngắn hạn và bảo đảm sự phát triển bền vững trong dài hạn của hệ thống giám sát ngân hàng.

4.2.4 Tiếp tục cải cách pháp luật về dịch vụ tài chính

Cải cách pháp luật vừa là yêu cầu bắt buộc của quá trình tự do hoá dịch vụ tài chính đồng thời là công cụ để nhà nước có thể kiểm soát, ngăn ngừa hay ít nhất là hạn chế các tác động xấu của quá trình tự do hóa dịch vụ tài chính.

- Việc cải cách các quy định trong lĩnh vực dịch vụ tài chính cần được thực hiện trên cơ sở so sánh sự phù hợp pháp luật nội địa với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế, trong đó có 25 nguyên tắc giám sát ngân hàng hiệu quả của Ủy ban Basel, các tiêu chuẩn về hệ thống thanh toán có tính hệ thống quan trọng, các thị trường chứng khoán, bảo hiểm, các tiêu chuẩn về kiểm toán bắt buộc và kế toán, các quy định về bảo hiểm tiền gửi...

- Pháp luật phải tạo môi trường cạnh tranh hợp lý bằng việc thiết lập các quy định hữu hiệu về cạnh tranh, các vấn đề về quyền tự do cá nhân và tính minh bạch thông tin và đạo đức nghề nghiệp. Tuy nhiên, các chính sách pháp luật cũng phải có những quy định thận trọng hợp lý nhằm hạn chế sự phá sản của các ngân hàng trong nước trước áp lực cạnh tranh gay gắt từ bên ngoài và làm tăng tính ổn định của hệ thống tài chính. Kinh nghiệm từ Đan Mạch và các nước Scandinavi vào cuối những năm 80 cho thấy đối với các nước đều có nền kinh tế vĩ mô phát triển tương tự nhau, việc giám sát tốt kết hợp với những chuẩn mực thận trọng mang tính ép buộc và nghiêm ngặt đã ngăn chặn cuộc khủng hoảng.

- Việc cải cách hệ thống pháp luật cần được tiến hành song song với việc tăng cường *hiệu quả hoạt động giám sát*. Việc cải cách pháp luật về giám sát hệ thống tài chính cần được tiến hành với việc hoặc (i) thành lập cơ quan giám sát duy nhất cho tất cả các dịch vụ tài chính hoặc (ii) thiết lập cơ chế phối hợp, chia sẻ thông tin một cách hữu hiệu giữa các cơ quan giám sát tài chính hiện tại.

4.2.5 Nâng cao khả năng dự báo chính sách của chính phủ

Dự báo tốt giúp các cơ quan quản lý nhà nước nâng cao hiệu quả điều hành thực tiễn. Các giải pháp trước mắt bao gồm:

- + Thành lập một tổ chức khách quan để dự báo về các vấn đề kinh tế, tài chính. Cơ quan này sẽ dựa trên các phương pháp khoa học để đưa ra những dự báo chính xác. Từ đó, mới giúp các nhà quản lý đưa ra những chính sách cụ thể lâu dài chứ không phải là những biện pháp nhất thời. Hiện tại khi chưa đủ lực, chúng ta có thể thuê các tổ chức có kinh nghiệm của nước ngoài để công tác dự báo được thực hiện kịp thời và chính xác nhất.

- + Hoàn thiện hệ thống các thông tin và dữ liệu chuyên ngành phục vụ trực tiếp công tác dự báo kinh tế

- + Cần đảm bảo tính chuyên nghiệp và sự phối hợp ăn khớp cần có giữa các cơ quan chức năng và các loại công cụ dự báo, giữa công tác dự báo với công tác tổ chức thực hiện.

4.3. Các giải pháp cụ thể

4.3.1 Các giải pháp về tăng cường hiện diện diện thương mại

- **Thứ nhất**, về lâu dài cần tiếp tục thực hiện các quy định thận trọng trong việc cấp phép mới các tổ chức tài chính nước ngoài; đồng thời tùy tình hình và mục đích trong từng giai đoạn mà nới lỏng/thắt chặt hơn các quy định về cấp phép. Trước mắt, Việt Nam nên dừng việc cấp phép các tổ chức tài chính mới, cả trong nước lẫn nước ngoài.

- **Thứ hai**, nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các tổ chức tài chính trong nước.

Trước mắt có thể nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa đối với một ngân hàng lên 35-37% rồi lên đến 49%; giữ nguyên tỷ lệ sở hữu đối với tổ chức tài chính phi ngân hàng là 49%.

- **Thứ ba**, thực hiện phân cấp thẩm quyền rõ ràng, tập trung việc cấp phép thành lập ngân hàng tại một đầu mối. Thanh tra Ngân hàng phải đóng vai trò chủ đạo trong việc giám sát trước và sau khi cấp phép.

Thực tế hiện nay, việc cấp phép thành lập và hoạt động ngân hàng được phân tán ở nhiều đơn vị, Vụ, Cục khác nhau của NHNN, chủ yếu tập trung tại NHNN trung ương (Vụ Các ngân hàng, Vụ Tín dụng, Vụ Quản lý Ngoại hối, Vụ các TCTD hợp tác, cá chi nhánh NHNN). Thanh tra Ngân hàng chỉ là đơn vị tham gia ý kiến. Đây là sự phân cấp thẩm quyền cấp phép không phù hợp với thông lệ quốc tế và chuẩn mực về thanh tra giám sát do Ủy ban BASEL đưa ra. Vì vậy, hiệu quả chức năng thanh tra – giám sát (trước và sau cấp phép) của NHNN bị hạn chế phần nào. Do đó, cần thực hiện phân cấp thẩm quyền rõ ràng, tập trung việc cấp phép thành lập ngân hàng tại một đầu mối và chú trọng giám sát trước và sau khi cấp phép.

4.3.2 Các giải pháp về tự do hóa dòng vốn quốc tế

Như đã phân tích ở trên, hiện nay Việt Nam chưa đủ điều kiện để tự do hóa tài khoản vốn một cách an toàn như chưa có nền kinh tế vĩ mô lành mạnh, một hệ thống tài chính và hạ tầng cơ sở giám sát vững chắc. Với định hướng tự do hóa giao dịch vốn có chọn lọc, Việt Nam cần áp dụng những giải pháp sau:

Thứ nhất, xóa bỏ các rào cản còn tồn tại đối với tự do hóa hoàn toàn giao dịch vãng lai.

Hiện nay, tự do hoá các giao dịch vãng lai, về mặt các quy định pháp lý tưởng chừng như không có gì khó khăn, nhưng trên thực tế có vô vàn những giấy phép con. Ví dụ như, có trường hợp doanh nghiệp muốn chuyển tiền về thì NHNN nói cần phải có giấy phép kinh doanh loại ngành hàng đó, doanh nghiệp đi xin giấy phép kinh doanh ngành hàng đó thì Sở kế hoạch và đầu tư trả lời là cần phải được chấp nhận của NHNN về chuyển tiền vào. Vì thế, cần thiết phải

xóa bỏ các giấy phép con hiện còn tồn tại để các giao dịch vắng lai thật sự được tự do hóa.

Thứ hai, tiếp tục từng bước tự do hóa giao dịch vốn

+ Cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tự do chuyển vốn về nước đối với các khoản đầu tư dài hạn.

+ Đối với các luồng vốn ngắn hạn, cho phép tự do chu chuyển vào và ra khỏi Việt Nam nhưng tổ chức phải ký gửi không hưởng lãi suất tại NHNN hoặc phải chịu một mức thuế suất cao trên lợi nhuận đạt được.

+ Cho phép các doanh nghiệp Việt Nam chủ động tiếp cận thị trường vốn quốc tế thông qua phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu.

+ Tăng cường dự trữ ngoại hối, tạo khoản đệm bảo vệ nền kinh tế tránh khỏi khủng hoảng cán cân thanh toán và khủng hoảng tài chính.

+ Đảm bảo thâm hụt ngân sách ở mức vừa phải, giảm thiểu các áp chế tài chính về dự trữ bắt buộc, trần lãi suất, sở hữu và can thiệp của nhà nước trong các ngân hàng thương mại, tăng cường tạo sân chơi bình đẳng và giảm dần tín dụng chỉ định. Song song với các cải cách này, cần có những bước đi cải cách thương mại và quản lý theo hướng nới lỏng tỷ giá hối đoái phù hợp.

Thứ ba, tiếp tục phát triển thị trường vốn thành một kênh huy động vốn dài hạn, an toàn, có hiệu quả cao cho đầu tư phát triển và từng bước hội nhập với thị trường vốn khu vực và thế giới. Các biện pháp trước mắt bao gồm:

+ *Phát triển quy mô, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa các loại hàng hóa để đáp ứng nhu cầu thị trường*: đẩy mạnh chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp, Tổng công ty, NHTMNN, gắn việc cổ phần hóa với niêm yết trên thị trường chứng khoán; mở rộng quy mô và đa dạng hóa các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ, chính quyền địa phương, doanh nghiệp trên thị trường vốn; phát triển các loại trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp, trái phiếu công trình để đầu tư vào các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia; phát triển các loại

chứng khoán phái sinh như quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán; hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, các sản phẩm liên kết (chứng khoán – bảo hiểm, chứng khoán – tín dụng, tiết kiệm – chứng khoán),....

+ *Phát triển thị trường vốn theo hướng hiện đại, hoàn chỉnh về cấu trúc, được quản lý, giám sát bởi Nhà nước và có khả năng liên kết với thị trường khu vực và quốc tế:* mở rộng thị trường giao dịch chứng khoán có tổ chức (qua Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm giao dịch chứng khoán) và xây dựng thị trường giao dịch chứng khoán phi tập trung, tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt; từ sau năm 2010 nghiên cứu hình thành và phát triển thị trường giao dịch tương lai cho các công cụ phái sinh, thị trường chứng khoán hóa các khoản cho vay trung dài hạn của ngân hàng; nâng cấp đồng bộ hạ tầng kỹ thuật của thị trường đảm bảo khả năng liên kết với thị trường các nước trong khu vực; nghiên cứu cơ chế giao dịch đối với các chứng khoán không đủ điều kiện niêm yết theo mô hình thỏa thuận thông qua các công ty chứng khoán; các giao dịch chứng khoán tập trung thanh toán và chuyển giao thông qua Trung tâm lưu ký chứng khoán, đồng thời thiết lập cơ chế giám sát của Trung tâm giao dịch chứng khoán trong việc công bố thông tin,... để tăng cường tính công khai, minh bạch trên thị trường, đảm bảo sự quản lý, giám sát của Nhà nước đối với các giao dịch chứng khoán, thu hẹp hoạt động trên thị trường tự do.

+ *Phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường:* nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính cho các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán; đa dạng hóa các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường; từng bước hình thành thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam; thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam.

+ *Phát triển hệ thống nhà đầu tư trong và ngoài nước*: đa dạng hóa các loại quỹ đầu tư, tạo điều kiện cho phép Bảo hiểm xã hội Việt Nam, Tiết kiệm bưu điện.... tham gia đầu tư trên thị trường vốn; từng bước phát triển các quỹ hưu trí tư nhân để thu hút các vốn dân cư tham gia đầu tư; khuyến khích việc thành lập các quỹ đầu tư ở nước ngoài đầu tư dài hạn vào thị trường Việt Nam...

+ *Nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước*: hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường vốn của khu vực và quốc tế; bổ sung các chế tài nghiêm khắc về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường vốn, thị trường chứng khoán; nghiên cứu hoàn chỉnh các chính sách về thuế, phí, lệ phí đối với hoạt động chứng khoán để khuyến khích thị trường phát triển, đồng thời góp phần giám sát hoạt động của thị trường chứng khoán và từng đối tượng, thành viên tham gia thị trường; Thực hiện mở cửa thị trường vốn theo lộ trình hội nhập đã cam kết, mở rộng hoạt động hợp tác quốc tế trên các mặt tư vấn chính sách, pháp luật và phát triển thị trường; Đẩy mạnh công tác đào tạo, phát triển nguồn nhân lực cho thị trường vốn; Tăng cường phổ cập kiến thức về thị trường vốn, thị trường chứng khoán cho công chúng, doanh nghiệp và các tổ chức kinh tế.

KẾT LUẬN

Để có thể xây dựng một thị trường tài chính có khả năng hỗ trợ và nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn lực tài chính trong và ngoài nước của tất cả các thành phần kinh tế, cần phải xây dựng một hệ thống chính sách và thể chế hoàn thiện để hỗ trợ sự phát triển của thị trường tài chính.

Phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế đặt ra yêu cầu phải mở cửa thị trường tài chính, hội nhập với thị trường tài chính toàn cầu. Mở cửa thị trường tài chính trong khi chưa xây dựng được một hệ thống luật pháp, chính sách, và thể chế hoàn thiện có thể làm cho hệ thống tài chính dễ bị biến động trước các cú sốc từ bên ngoài, trong trường hợp xấu có thể gây ra khủng hoảng tài chính.

Trong điều kiện gia nhập WTO, thị trường tài chính Việt Nam sẽ buộc phải mở cửa dần dần thị trường tài chính trong một tương lai gần, theo những cam kết Việt Nam đã thỏa thuận trong các Hiệp định thương mại song phương, và thỏa thuận gia nhập WTO.

Hàn quốc đã thực hiện quá trình mở cửa thị trường tài chính từ nhiều năm qua, và đã có nhiều kinh nghiệm trong việc đối mặt với các cú sốc và các cuộc khủng hoảng tài chính có thể cung cấp cho Việt Nam những tư liệu và bài học thất bại và thành công quý giá. Tự do hóa tài chính là một tất yếu khách quan không chỉ đối với các thành viên của WTO mà đối với tất cả quốc gia có ý định mở rộng quan hệ hợp tác song phương cũng như đa phương với phần còn lại của thế giới nhằm tìm kiếm những lợi ích to lớn tiềm tàng. Việt Nam cũng như Hàn Quốc 10 năm trước đã nhận thấy lợi ích từ việc tự do hóa tài chính đối với sự phát triển kinh tế của mình. Sau hơn một năm gia nhập WTO, Việt Nam đã nỗ lực thực hiện những cải cách trong hệ thống tài chính nhằm thực hiện tốt các cam kết về tự do hóa tài chính.

Qua nghiên cứu kinh nghiệm của Hàn Quốc đề tài đã đề xuất một số kiến nghị để phát triển bền vững thị trường tài chính ở Việt Nam.

**BỘ KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG**

BÁO CÁO TÓM TẮT KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

Nhiệm vụ hợp tác quốc tế về khoa học công nghệ theo Nghị định thư

***NGHIÊN CỨU PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH
TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ
KINH NGHIỆM CỦA HÀN QUỐC VÀ VẬN DỤNG VÀO VIỆT NAM***

Chủ nhiệm nhiệm vụ: PGS, TS Nguyễn Thị Quy

Phó chủ nhiệm nhiệm vụ: TS Đặng Thị Nhân

Thư ký khoa học: TS Nguyễn Đình Thọ

Thư ký hành chính: ThS Lê Thị Ngọc Lan

Các thành viên chính: GS, TS Nguyễn Đình Hương
GS, TS Hoàng Văn Châu
GS, TS Nguyễn Văn Nam
TS Nguyễn Văn Hà
PGS, TS Lê Bảo Lâm
PGS, TS Bùi Anh Tuấn

Hà Nội, 2008

Các đơn vị tham gia thực hiện đề tài:

Các trường đại học Việt Nam

Trường Đại học Ngoại thương
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Trường Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh
Trường Đại học Mở thành phố Hồ Chí Minh

Cùng với sự hỗ trợ tư vấn của các chuyên gia kinh tế tại các trường đại học Hàn Quốc

Trường Đại học Yonsei
Trường Đại học Quốc gia Seoul
Trường Đại học Woosong
Trường Đại học Dongguk

TỔNG HỢP KẾT QUẢ NỘI DUNG NGHIÊN CỨU

Các đề tài nhánh

Đề tài nhánh 1. Tự do hóa tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc <i>Chủ nhiệm đề tài: TS Nguyễn Đình Thọ</i>
Đề tài nhánh 2. So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc <i>Chủ nhiệm đề tài: GS, TS Nguyễn Văn Nam</i>
Đề tài nhánh 3. So sánh sự phát triển thị trường vốn trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc <i>Chủ nhiệm đề tài: TS Nguyễn Văn Hà</i>
Đề tài nhánh 4. Các vấn đề về quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc <i>Chủ nhiệm đề tài: GS, TS Nguyễn Đình Hương</i>
Đề tài nhánh 5: Phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc <i>Chủ nhiệm đề tài: GS, TS Hoàng Văn Châu</i>
Đề tài nhánh 6. Phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc <i>Chủ nhiệm đề tài: PGS, TS Nguyễn Thị Quy</i>
Đề tài nhánh 7: Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong quá trình phát triển nguồn nhân lực phục vụ trong lĩnh vực tài chính và ứng dụng ở Việt Nam <i>Chủ nhiệm đề tài: PGS, TS Lê Bảo Lâm</i>
Đề tài nhánh 8. Kinh nghiệm hội nhập tài chính của Hàn Quốc và xây dựng lộ trình hội nhập và thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính <i>Chủ nhiệm đề tài: TS Đặng Thị Nhàn</i>
Đề tài nhánh 9. Phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc <i>Chủ nhiệm đề tài: PGS, TS Bùi Anh Tuấn</i>

Kỷ yếu hội thảo khoa học

Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam sau khi gia nhập WTO <i>Hà Nội, tháng 12 năm 2007</i>
Phát triển thị trường tài chính của Hàn Quốc và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam <i>Thành phố Hồ Chí Minh, tháng 07 năm 2008</i>

CÁC BÀI BÁO ĐÃ ĐĂNG

1. "Phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam trong điều kiện tự do hóa tài chính và những vấn đề đặt ra", GS, TS Hoàng Văn Châu và ThS Nguyễn Thị Lan, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 32, 2008.
2. "Kinh nghiệm quản trị rủi ro của các doanh nghiệp ở một số quốc gia trên thế giới", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 27, 2007.
3. "Đào tạo nguồn nhân lực đáp ứng nhu cầu phát triển dịch vụ ngân hàng hiện đại trong bối cảnh cách mạng công nghệ thông tin", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 29, 2008.
4. "Sản phẩm dịch vụ ngân hàng hiện đại trong nền kinh tế hiện đại", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 30, 2008
5. "Chính sách tỷ giá hướng tới xuất khẩu-Kinh nghiệm của Hàn Quốc", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, số 32, 2008.
6. "Kinh nghiệm điều hành chính sách tỷ giá của Trung Quốc", PGS, TS Nguyễn Thị Quy, *Tạp chí Lý luận chính trị*, Số tháng 5-2008.
7. "Hàn Quốc thực hiện tự do hóa tài chính theo WTO và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam", TS Đặng Thị Nhàn, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 32.
8. "Phát triển thị trường tài chính và vai trò đối với tăng trưởng kinh tế", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số tháng 8, 2007.
9. "Chính sách tiền tệ và chế độ tỷ giá trong một nền kinh tế mở", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 30, 2008
10. "Chống lạm phát ở Việt Nam: Tìm đúng nguyên nhân mới có giải pháp tích cực", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Cộng Sản*, Số 788 (6-2008).
11. "Giới thiệu một phương pháp mới để chứng minh công thức định giá quyền chọn Black-Scholes", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 31, 2008
12. "Hội nhập tài chính quốc tế ở Việt Nam", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Lý luận chính trị*, Số tháng 8-2008.
13. "Biến động tỷ giá hối đoái và ảnh hưởng tới xuất khẩu của Việt nam", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số tháng 10, 2008.
14. "Ứng dụng phương pháp Black-Scholes vào giải bài toán quyền chọn thực", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, Số 32, 2008
15. "Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc và Bài học Kinh nghiệm cho Việt Nam", TS. Nguyễn Đình Thọ, *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, Số tháng 10, 2008.

MỤC LỤC

TỔNG HỢP KẾT QUẢ NỘI DUNG NGHIÊN CỨU	2
CÁC BÀI BÁO ĐÃ ĐĂNG.....	3
LỜI MỞ ĐẦU	7
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ	11
1.1. Phát triển thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế.....	11
1.1.1. Khái niệm thị trường tài chính	11
1.1.2. Cấu trúc của thị trường tài chính.....	12
1.1.3. Tác động của thị trường tài chính đối với tăng trưởng kinh tế	13
1.2. Tự do hóa tài chính và các cam kết tự do hóa tài chính trong WTO.....	15
1.2.1. Nội dung của tự do hóa tài chính	15
1.2.2. Tự do hóa tài chính trong khuôn khổ WTO	18
1.3. Vai trò của nhà nước trong sự phối hợp các chính sách tiền tệ, tài khóa và chính sách tỷ giá trong điều kiện hội nhập tài chính quốc tế	18
CHƯƠNG 2: PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ HỘI NHẬP TÀI CHÍNH THEO WTO TẠI VIỆT NAM	20
2.1. Tổng quan về quá trình phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam	20
2.2. Đánh giá quá trình phát triển của thị trường tiền tệ	24
2.3. Đánh giá quá trình phát triển thị trường vốn.....	27
2.4. Quá trình tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam	30
CHƯƠNG 3: KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HÀN QUỐC	35
3.1. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc.....	35
3.1.1. Tổng lược về hệ thống các tổ chức tài chính của Hàn Quốc	35
3.1.2. Hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc:	38
3.1.3. Quá trình tự do hóa và cải cách hệ thống tài chính ở Hàn Quốc:	38
3.2. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc	45
3.2.1. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	45

3.2.2. Kinh nghiệm phát triển các ngân hàng đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	53
3.2.3. Kinh nghiệm phát triển các tổ chức tín dụng phi ngân hàng ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	57
3.3. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	60
3.3.1. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	60
3.3.2. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	62
3.3.3. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	63
3.3.4. Kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam.....	66
3.3.5. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	70
3.3.6. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán bất động sản ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	73
3.3.7. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh mới (CDO, CDS) ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	73
CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM DỰA TRÊN KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA HÀN QUỐC	75
4.1. Giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam.....	75
4.1.1. Giải pháp phát triển thị trường vốn	75
4.1.2. Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ	80
4.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam ..	82
4.2.1. Định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam	82
4.2.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam....	83
4.3. Một số giải pháp để phát triển sản phẩm tài chính mới ở Việt Nam	86
4.3.1. Xây dựng chiến lược, kế hoạch phát triển các sản phẩm tài chính ngân hàng	87
4.3.2. Đầu tư phát triển công nghệ thông tin.....	87
4.3.3. Nâng cao chất lượng các dịch vụ tài chính mới	87
4.3.4. Nâng cao năng lực quản trị và phòng ngừa rủi ro.....	89

4.3.5. Nâng cao vốn tự có của các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán	89
4.3.6. Tăng cường các hoạt động marketing, quan hệ khách hàng	89
4.3.7. Tập trung phát triển nguồn nhân lực	90
4.3.8. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế và tăng cường sự hợp tác liên kết giữa các ngân hàng thương mại trong nước và hợp tác quốc tế.....	90
4.4. Giải pháp để thực hiện các cam kết về tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam	91
4.4.1. Định hướng tiếp tục lộ trình tự do hóa tài chính theo các cam kết trong WTO của Việt Nam.....	91
4.4.2. Các giải pháp chung	91
4.4.3. Các giải pháp cụ thể	94
4.5. Kiến nghị điều kiện để thực hiện giải pháp.....	95
4.5.1. Kiến nghị đối với Ngân hàng Nhà nước	95
4.5.2. Kiến nghị đối với hệ thống Ngân hàng thương mại.....	96
4.5.3. Kiến nghị đối với Bộ Tài chính.....	97
4.5.4. Kiến nghị đối với các doanh nghiệp bảo hiểm.....	97
4.5.5. Kiến nghị đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước	97
4.5.6. Kiến nghị đối với các công ty chứng khoán.....	98
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	Error! Bookmark not defined.

LỜI MỞ ĐẦU

Từ lâu, các nhà kinh tế đã thừa nhận một trong những yếu tố quan trọng nhất cho phát triển kinh tế là các nguồn lực tài chính và khả năng tiếp cận đến những nguồn lực này trong tất cả các lĩnh vực của hoạt động kinh tế. Sau gần 20 năm thực hiện đường lối đổi mới, Việt Nam đã đạt được những thành tựu quan trọng về kinh tế xã hội: tốc độ tăng trưởng kinh tế khá và ổn định, cơ cấu kinh tế chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng công nghiệp và dịch vụ, giảm tỷ trọng nông nghiệp, xu hướng đô thị hoá diễn ra mạnh mẽ, đời sống nhân dân được cải thiện và từng bước được nâng lên.

Cùng với cải cách kinh tế và mở cửa thị trường, hội nhập kinh tế quốc tế đang ngày càng trở thành tiêu điểm và là nhân tố ảnh hưởng quan trọng có ý nghĩa quyết định đối với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Hội nhập kinh tế quốc tế đã và đang thực sự trở thành nguồn xung lực quan trọng cho quá trình đổi mới và phát triển của nền kinh tế và hệ thống tài chính Việt Nam. Trong đó, việc thực hiện các Hiệp định Thương mại song phương và quá trình gia nhập WTO là bước khởi đầu và có tầm quan trọng đặc biệt đối với Việt Nam nói chung và hệ thống tài chính Việt Nam nói riêng. Nhằm chủ động trong quá trình hội nhập, cần phải có những nghiên cứu và nhận thức đầy đủ về những lợi thế có thể phát huy và những khó khăn thách thức mà hệ thống tài chính phải vượt qua trong điều kiện hội nhập.

Cho đến nay, ở Việt Nam đã có một số công trình nghiên cứu đề cập tới vấn đề phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập. Ví dụ: NXB Thống kê đã giới thiệu cuốn "Kinh tế Việt Nam trên đường hội nhập: quản lý quá trình tự do hóa tài chính" của PGS.TS. Trần Ngọc Thơ (2005) và Cục xuất bản - Bộ văn hoá thông tin (2003) đã giới thiệu tập kỷ yếu "Tự do hoá tài chính và hội nhập quốc tế của hệ thống ngân hàng Việt Nam", và hàng loạt các nghiên cứu khác như "Tái cơ cấu hệ thống tài chính Hàn Quốc sau khủng hoảng tài chính 1997 - 1998 những kinh nghiệm và gợi ý cho Việt Nam" của Trần Quang Minh, Ngô Xuân Bình, NXB Khoa học xã hội (2004); và Đề tài Khoa học Cấp bộ (Bộ Tài chính) về "Thực trạng và giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật cho sự phát triển của thị trường tài chính và dịch vụ tài chính" của Nguyễn Trọng Nghĩa (Chủ nhiệm), 2004... Ở những khía cạnh khác nhau, các nghiên cứu của

Việt Nam đã đề cập tới những vấn đề về bản chất, liên quan tới quá trình tự do hóa tài chính. Dự án tiếp tục xây dựng và hoàn thiện thể chế thị trường tài chính Việt Nam của tác giả Lê Hải Mơ đã nêu lên được một bức tranh tổng thể về kiến thiết xây dựng thể chế thị trường tài chính ở Việt Nam. Đề tài Khoa học Cấp bộ "Thực trạng và giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật cho sự phát triển của thị trường tài chính và dịch vụ tài chính" do tác giả Nguyễn Trọng Nghĩa làm chủ nhiệm đã đề cập một số giải pháp xây dựng hệ thống pháp luật để thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính ở Việt Nam. Tuy nhiên, các đề tài này tập trung nghiên cứu ở mức độ tổng thể và chưa đi sâu vào giải quyết các bài toán cụ thể trong điều kiện hội nhập ở Việt Nam. Đề tài Khoa học Cấp bộ "Giải pháp phát triển dịch vụ tài chính - kế toán trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế" của tác giả TS Đặng Thái Hùng và Nguyễn Thị Mùi làm chủ nhiệm đã nghiên cứu được một khía cạnh của phát triển thị trường tài chính, đó là phát triển sản phẩm dịch vụ tài chính. Tuy nhiên, phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập còn nhiều vấn đề bất cập. Trong bối cảnh chuyển sang nền kinh tế thị trường, đẩy mạnh CNH, HĐH và hội nhập kinh tế diễn ra mạnh mẽ, những vấn đề về xây dựng chính sách tài chính, luật lệ, tỷ giá, lãi suất, cổ phần hóa, ngân hàng, tín dụng và sự phát triển của thị trường vốn đang là những vấn đề nổi cộm. Kinh nghiệm của các nước đi trước sẽ là những bài học có giá trị cho sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam.

Việc nghiên cứu phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập là một nhu cầu bức thiết đối với Việt Nam tại thời điểm hiện tại. Nhìn chung, trên thế giới đã có khá nhiều nghiên cứu liên quan tới lĩnh vực mở cửa thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập, tuy nhiên chúng tôi không thấy có các nghiên cứu chuyên sâu, áp dụng kinh nghiệm của Hàn Quốc, cho trường hợp của Việt Nam.

Phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập đòi hỏi phải nghiên cứu các điều kiện cần thiết để có thể phát triển thị trường được bền vững, nghiên cứu các nguyên nhân có thể dẫn đến sự sụp đổ của thị trường tài chính, và đề ra các biện pháp để thị trường tài chính hoạt động có hiệu quả ổn định. Các vấn đề phương pháp luận xây dựng chính sách và thể chế còn thiếu những luận cứ thật sự khoa học, đòi hỏi phải được tiếp tục nghiên cứu hoàn thiện.

Hàn Quốc là một nước đã trải qua các quá trình hội nhập tài chính quốc tế, và đã có nhiều bài học thất bại và thành công trong quá trình phát triển thị trường tài chính. Đặc biệt những bài học của Hàn Quốc trong các vấn đề ngăn chặn

khủng hoảng tài chính, và giải quyết hậu quả của các cuộc khủng hoảng tài chính sẽ giúp Việt Nam nhìn trước được những nguy cơ cũng như các cơ hội khi mở cửa thị trường và hội nhập với thị trường tài chính quốc tế.

Là nước đi trước trong việc xây dựng và phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập quốc tế, việc nghiên cứu kinh nghiệm của Hàn Quốc trong việc phát triển thị trường tài chính có ý nghĩa quan trọng đối với Việt Nam. Hiện nay, ở Việt Nam chưa có một đề tài nào nghiên cứu về lĩnh vực này dựa trên cơ sở kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam. Vì vậy, nghiên cứu "***Nghiên cứu phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế - Kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam***" dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc là vấn đề có ý nghĩa thiết thực.

Thị trường Tài chính là một lĩnh vực rộng, liên quan tới nhiều mặt của đời sống kinh tế xã hội. Trong phạm vi kinh phí và thời gian có hạn, đề tài sẽ giới hạn nghiên cứu trong phạm vi:

- Nghiên cứu một số vấn đề lý luận liên quan tới phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập.
- Nghiên cứu các vấn đề về phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam trên một số khía cạnh liên quan tới thị trường tài chính bao gồm thị trường tiền tệ và thị trường vốn, các định chế tài chính và sản phẩm tài chính. Nhóm nghiên cứu không tiếp cận theo phương pháp nghiên cứu tất cả các loại thị trường tài chính hiện có, mà chỉ tập trung vào một số thị trường cụ thể. Đối với thị trường tiền tệ, đề tài tập trung vào hoạt động huy động vốn ngắn hạn của hệ thống ngân hàng, và chỉ giới hạn phạm vi nghiên cứu thị trường ngoại hối ở mức độ điều hành chính sách. Đối với thị trường vốn, nhóm nghiên cứu tập trung vào quá trình phát triển thị trường chứng khoán chính thức.
- Nghiên cứu kinh nghiệm phát triển thị trường tài chính ở Hàn Quốc trên các khía cạnh thị trường tài chính gắn với các định chế tài chính, và sản phẩm tài chính.
- Kiến nghị giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam trong điều kiện hội nhập dựa trên kinh nghiệm của Hàn Quốc.

Đề tài được bố cục thành ba phần:

- **CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ**

- CHƯƠNG 2: PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ HỘI NHẬP TÀI CHÍNH THEO WTO TẠI VIỆT NAM
- CHƯƠNG 3: KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HÀN QUỐC
- CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM DỰA TRÊN KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA HÀN QUỐC

Mặc dù đã có nhiều cố gắng, nhưng do quy mô đề tài lớn, bao gồm nhiều vấn đề, nội dung nghiên cứu của đề tài là kết quả nghiên cứu của hơn 30 nhà khoa học, nên chắc chắn trong quá trình tổng hợp, không thể tránh khỏi những thiếu sót. Báo cáo tổng hợp đã nỗ lực đưa toàn bộ kết quả nghiên cứu của các thành viên và các nhóm nghiên cứu vào nội dung tổng hợp. Do quy mô báo cáo tổng hợp có hạn, và để đảm bảo tính hệ thống, logic, một số nội dung nghiên cứu cụ thể không được đưa vào bản báo cáo cuối cùng. Nhóm nghiên cứu xin chịu hoàn toàn trách nhiệm với những nội dung nghiên cứu của nhóm và cảm ơn ý kiến đóng góp của các nhà khoa học để đề tài được hoàn thiện hơn.

Trong báo cáo tóm tắt này, hệ thống bảng biểu, hình vẽ sẽ được sử dụng tương tự như báo cáo tổng hợp.

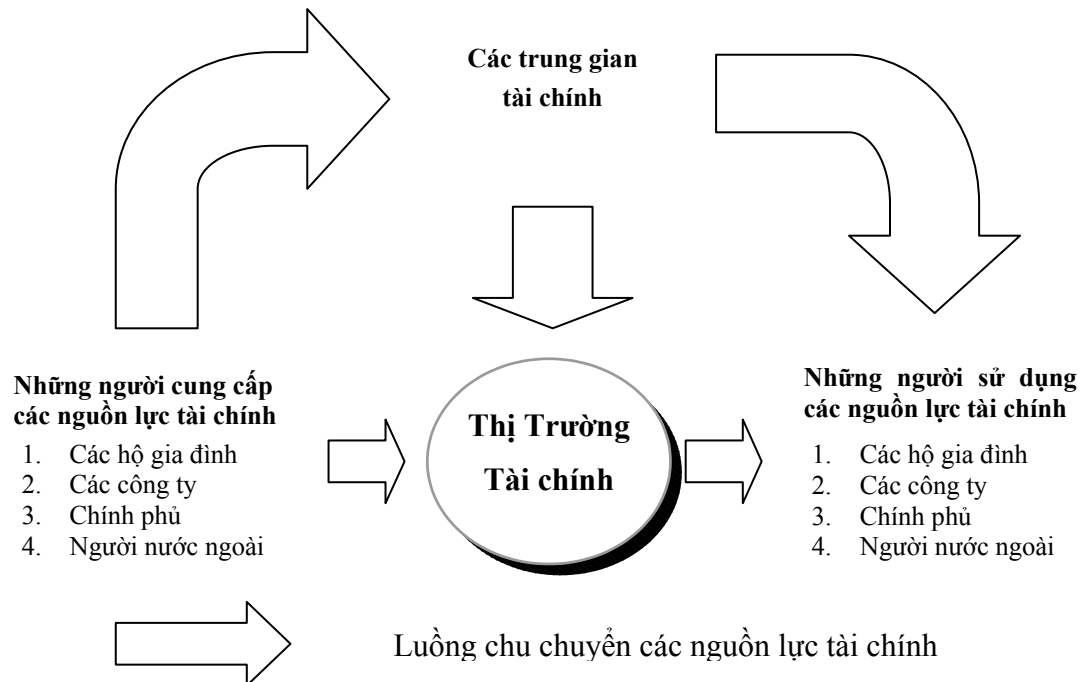
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TRONG ĐIỀU KIỆN HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ

1.1. Phát triển thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế

1.1.1. Khái niệm thị trường tài chính

Thị trường tài chính được hiểu theo nghĩa chung nhất là tất cả những nơi mà tại đó diễn ra các hoạt động trao đổi liên quan tới nguồn lực tài chính (financial resources). Theo nghĩa đó, thị trường tài chính tồn tại ở tất cả các nền kinh tế mà ở đó tồn tại các quan hệ tiền tệ.

Hình 1.1: Chu chuyển các nguồn lực tài chính trên thị trường tài chính



Nguồn: Mishkin 1992, tr. 68

Một thị trường tài chính như vậy là nơi mà thông qua đó tất cả các hãng kinh doanh, các hộ gia đình, và chính phủ trong nước hay ngoài nước có nguồn tài chính dư thừa tiết kiệm có thể tìm kiếm, giao dịch, và ký kết hợp đồng vay mượn hay mua bán những chứng chỉ sở hữu tài sản với các hãng kinh doanh, các hộ gia đình, và chính phủ trong nước hay ngoài nước khác, những người có nhu cầu sử dụng các nguồn tài chính để thoả mãn các nhu cầu chi tiêu của họ.

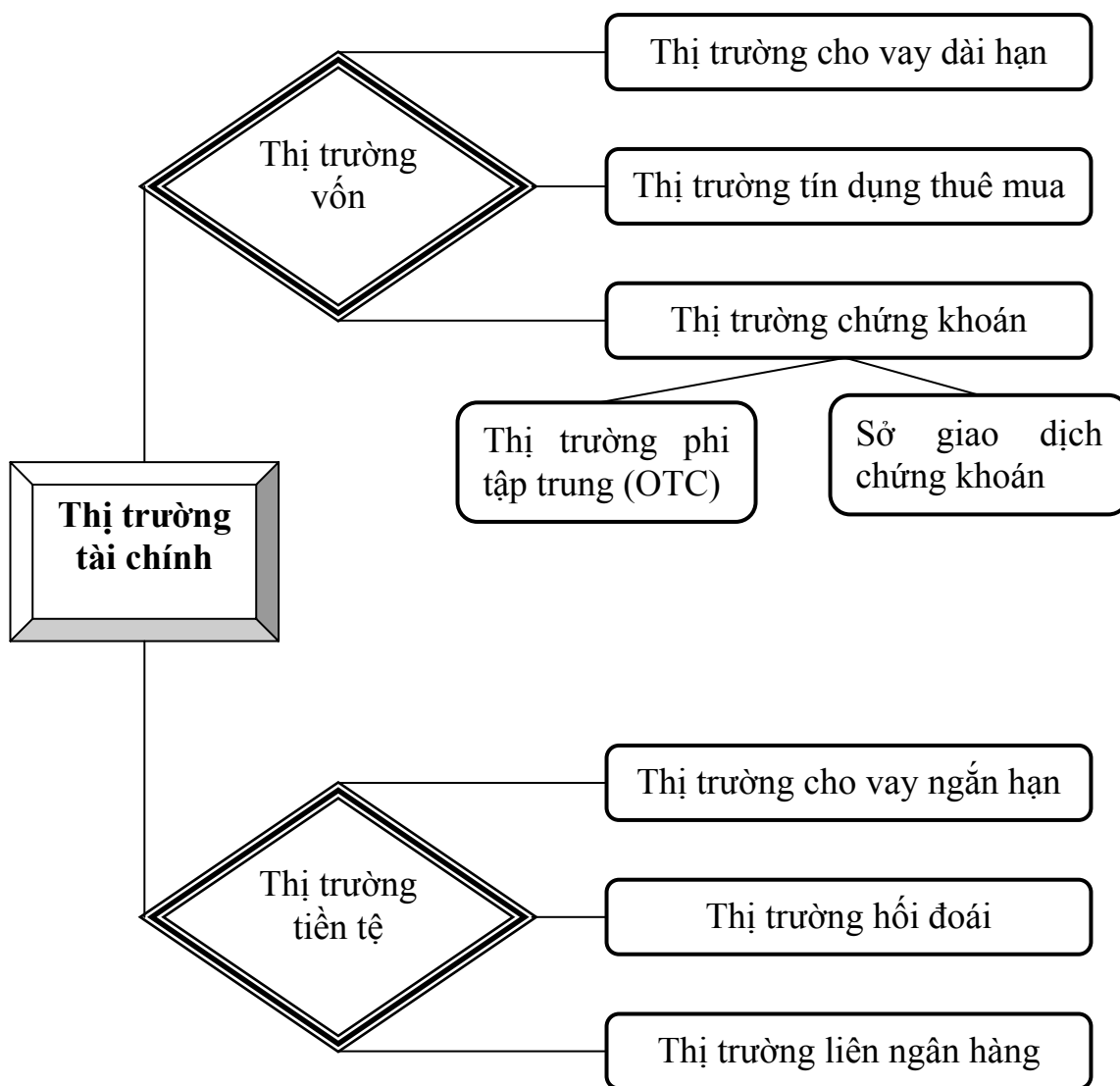
Nhu cầu về vốn để tiến hành đầu tư và các nguồn tiết kiệm có thể phát sinh từ các chủ thể khác nhau trong nền kinh tế. Trong đó, thường xảy ra tình huống: những người có cơ hội đầu tư sinh lời thì thiếu vốn, trái lại những người có vốn nhàn rỗi lại không có cơ hội đầu tư hoặc không biết đầu tư vào đâu. Từ đó hình thành nên một cơ chế chuyển đổi từ tiết kiệm sang đầu tư. Trên thị trường tài chính, sự di chuyển của vốn từ những chủ thể có khả năng cung ứng vốn đến những chủ thể thiếu vốn được thực hiện qua hai con đường, tài trợ trực tiếp và tài trợ gián tiếp. Trong tài trợ trực tiếp, những người cần vốn huy động trực tiếp từ những người có vốn bằng cách bán các chứng khoán cho họ. Các chứng khoán này là các công cụ tài chính, nó cung cấp quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản và các quyền khác cho chủ sở hữu đối với người phát hành. Các chứng khoán được mua bán rộng rãi trên thị trường cấp một và thị trường cấp hai. Cách thức thứ hai để dẫn vốn là tài trợ gián tiếp thông qua các định chế trung gian tài chính. Các định chế trung gian tài chính như các ngân hàng, các tổ chức tín dụng, các tổ chức bảo hiểm và các trung gian khác có vai trò cực kỳ quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, đồng thời các tổ chức này cũng có vai trò quan trọng trong việc cấp vốn và hỗ trợ cho dòng tài chính trực tiếp như thông qua các hoạt động: đại lý, bảo lãnh, thanh toán v.v.

1.1.2. Cấu trúc của thị trường tài chính

Dựa vào thời hạn và tính chất của các công cụ tài chính giao dịch, người ta có thể chia thị trường tài chính chính thức ra thành hai loại chính: thị trường tiền tệ (là nơi diễn ra giao dịch mua bán các công cụ nợ ngắn hạn thường là có thời hạn đáo hạn ít hơn một năm), và thị trường vốn (là nơi diễn ra giao dịch mua bán các loại tài sản tài chính hoặc công cụ nợ trung hoặc dài hạn). Thị trường tiền tệ

lại bao gồm thị trường cho vay ngắn hạn, thị trường liên ngân hàng, và thị trường hối đoái. Thị trường vốn có thể chia thành thị trường cho vay dài hạn có thể chấp bất động sản, thị trường tín dụng thuê mua (leasing), và thị trường chứng khoán.

Hình 1.2. Cấu trúc thị trường tài chính



1.1.3. Tác động của thị trường tài chính đối với tăng trưởng kinh tế

Sự phát triển của thị trường tài chính là nhân tố quan trọng thúc đẩy sự phát triển kinh tế của đất nước. Trên thế giới, có rất nhiều những nghiên cứu khác nhau để chỉ ra tác động của sự phát triển của tài chính tới sự phát triển kinh tế của đất nước. Tác động này có thể được thể hiện rõ nét qua mô hình của

Pagano (1993).¹ Pagano đã xây dựng mô hình thể hiện mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế như sau:

$$g = \phi As - \delta$$

trong đó Y là tổng sản lượng (aggregate output), K là tổng quỹ vốn (aggregate capital stock), A là năng suất xã hội của vốn (social productivity of capital), ϕ là tỷ lệ đầu tư trên tiết kiệm I/S (investment-savings ratio), s là tỷ lệ tiết kiệm S/Y (saving rate), g là tốc độ tăng trưởng đều (the steady-growth rate), δ là tỷ lệ khấu hao hàng năm (annual depreciation rate).

Như vậy, thị trường tài chính có thể tác động tới các yếu tố ϕ , A, s để làm thay đổi tốc độ tăng trưởng kinh tế của một nước.

Thị trường tài chính phát triển góp phần làm tăng tỷ lệ chuyển tiết kiệm thành đầu tư. Trong khi chuyển tiết kiệm thành đầu tư, các ngân hàng và các tổ chức tín dụng sử dụng một phần nguồn lực tài chính, $1-\phi$, thể hiện dưới dạng chi phí giao dịch, chênh lệch giữa tỷ lệ đi vay và cho vay, nợ không trả được (default), tỷ lệ dự trữ bắt buộc (reserve requirement) và thuế trả cho chính phủ. Thị trường tài chính kém phát triển khiến lòng dân chưa thật sự tin tưởng vào hệ thống tài chính, và vì vậy một phần rất lớn tiết kiệm của dân chúng không được sử dụng, nằm dưới dạng vàng, ngoại tệ tích trữ. Thị trường tài chính phát triển sẽ tạo điều kiện để giảm tỷ lệ phí trung gian $1-\phi$ do giúp các trung gian tài chính giảm được chi phí giao dịch, đồng thời khuyến khích xã hội đưa hết khoản tiết kiệm của mình vào đầu tư và vì thế nền kinh tế có thể tăng được tỷ lệ đầu tư so với tiết kiệm.

Tác động của thị trường tài chính làm tăng hiệu quả phân bổ vốn. Hoạt động của hệ thống các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam chưa thực sự hiệu quả. Các ngân hàng chưa quan tâm tới công tác quản lý nợ, và lựa chọn các dự án đầu tư hiệu quả để cung ứng vốn mà chủ yếu lệ thuộc vào thế chấp tài sản để bảo toàn vốn. Công tác giám sát các dự án nợ sau khi được cung ứng vốn cũng không được chú trọng. Các định chế tài chính trung gian muốn phát huy vai trò của mình trong việc nâng cao khả năng phân bổ nguồn lực tài chính một cách hiệu quả sẽ phải tự mình khắc phục dần những điểm yếu kém này.

¹ Xem Pagano, Marco (1993) "Financial Markets and Growth: An Overview." European Economic Review, Vol. 37, pp. 613-622.

Nâng cao năng lực của hệ thống các trung gian tài chính thông qua đào tạo nâng cao kỹ năng cho lao động trong ngành này sẽ góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính. Để có thể nâng cao chất lượng nguồn nhân lực ngành tài chính-ngân hàng, hoạt động đào tạo phải được xây dựng trên cơ sở nền tảng của nghiên cứu khoa học và phải gắn kết với thực hành nhằm đi trước đón đầu những nhu cầu của xã hội trong tương lai. Khi các định chế tài chính này đạt tới một trình độ quản lý nhất định, phù hợp với mức độ phát triển của thị trường, họ sẽ có khả năng đánh giá được các dự án hiệu quả, và phân bổ vốn vào những khu vực hoạt động hiệu quả nhất, đồng thời giám sát sự thực thi các dự án đó để đảm bảo khả năng thu hồi các khoản cho vay. Các hoạt động của họ sẽ góp phần làm cho nền kinh tế lựa chọn được các khu vực đầu tư có hiệu quả cao, và vì thế tăng hiệu quả sử dụng đồng vốn, và vì thế làm tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Tác động của thị trường tài chính làm tăng tỷ lệ tiết kiệm trong tổng thu nhập. Các sản phẩm dịch vụ tài chính nghèo nàn ở Việt Nam hạn chế cơ hội lựa chọn của các nhà đầu tư. Kênh đầu tư chủ yếu của người dân vẫn là gửi tiết kiệm và mua trái phiếu của chính phủ. Khi kênh huy động vốn này không đủ hấp dẫn họ, ví dụ như lãi suất quá thấp, khả năng thanh khoản kém các nhà đầu tư sẽ không tiết kiệm mà sử dụng vào các khoản chi tiêu phi sản xuất không hiệu quả, như mua bất động sản. Trong thời gian gần đây, khi thị trường chứng khoán đã bắt đầu phát triển, người dân đã quan tâm hơn tới đầu tư vào cổ phiếu.

Thị trường tài chính phát triển, sẽ tạo ra những hàng hoá mới cho thị trường tài chính. Đa dạng hóa các sản phẩm tài chính sẽ tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tìm kiếm các cơ hội đầu tư hiệu quả hơn, lợi suất thu được từ tiền tiết kiệm cũng cao hơn, và tính thanh khoản của các loại sản phẩm tài chính khác nhau cũng tăng lên. Khi lợi suất đối với các khoản tiết kiệm của dân chúng tăng lên, thì người dân sẽ sử dụng tối đa các đồng tiền nhàn rỗi để đầu tư vào các tài sản sinh lời vì thế làm tăng tỷ lệ tiết kiệm quốc dân.

1.2. Tự do hóa tài chính và các cam kết tự do hóa tài chính trong WTO

1.2.1. Nội dung của tự do hóa tài chính

Nhiều nước đang phát triển, thường là các nước châu Mỹ Latinh và cả các nước ở châu Á và châu Phi thường thực hiện các chính sách kiểm soát và áp chế tài chính (Financial repression). McKinnon và Shaw (1973) đã đúc kết các tác động tiêu cực của các chính sách áp chế tài chính:

- Việc kiểm soát lãi suất ngặt nghèo, duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao trong bối cảnh lạm phát cao thường làm cho lãi suất tiền gửi ở các nước đang phát triển ở vào mức âm, và vì vậy cản trở phát triển hệ thống tài chính theo chiều sâu.
- Lãi suất thấp không làm tăng được vốn đầu tư vì khả năng huy động tiết kiệm bị hạn chế.
- Đầu tư của cả hộ gia đình và doanh nghiệp bị tập trung nhiều vào các tài sản có giá trị không bị tác động bởi lạm phát (ví dụ: vàng, ngoại tệ hay bất động sản).
- Do vốn vay trong hệ thống tài chính chính thức bị giảm, các nhà đầu tư phải dựa nhiều hơn vào vốn tự có.
- Việc dựa vào vốn tự có làm cho tài sản nợ của các doanh nghiệp có tính thanh khoản rất thấp.
- Hoạt động đầu tư của các quỹ đầu tư và công ty bảo hiểm bị hạn chế do tiền tệ bất ổn định và tài sản tài chính không có tính thanh khoản cao.

McKinnon và Shaw đã phát triển các mô hình về phát triển kinh tế trong đó giải thích phát triển thị trường tài chính theo hướng tự do hóa tài chính sẽ thúc đẩy tăng trưởng. Lập luận ủng hộ tự do hóa tài chính của McKinnon và Shaw cho rằng khi trần lãi suất được xóa bỏ, tỷ lệ dự trữ bắt buộc được giảm xuống và vấn đề chia cắt thị trường tài chính được giảm nhẹ thì tiết kiệm sẽ gia tăng, hiệu quả phân bổ vốn đầu tư của các tổ chức và thị trường tài chính cũng sẽ được cải thiện.

Tuy nhiên, theo Stiglitz và Weiss (1981) thì thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính là nguyên nhân làm cho lãi suất thực gia tăng do tự do hóa tài chính mang lại có thể tạo ra những tác động không mong muốn về lựa chọn bất lợi (adverse selection) và hiểm họa đạo đức (moral hazard). Do rủi ro càng cao thì lợi suất càng cao, các nhà đầu tư sẽ có khuynh hướng chọn các dự án có rủi ro cao hơn. Thứ nhất, khi lãi suất vốn vay càng tăng, thì càng có một tỷ lệ lớn hơn những nhà đầu tư liều lĩnh xin được cấp tín dụng; nhưng những người vay cần trọng sẽ bị buộc phải rời bỏ thị trường (lựa chọn bất lợi), làm cho rủi ro bình quân của ngân hàng tăng lên. Thứ hai, người đi vay sẽ tìm cách thay đổi dự án của họ sau khi đã được ngân hàng cho vay để làm cho nó trở nên rủi ro hơn

(hiểm họa đạo đức) và cũng sẽ làm tăng rủi ro của ngân hàng. Vì vậy, theo Stiglitz và Weiss (1981), lãi suất thấp không nhất thiết là do quy định của chính phủ, mà do các ngân hàng tự động quy định để giảm mức rủi ro trung bình. Điều này có nghĩa là phát triển thị trường tài chính không kèm theo việc tăng lãi suất tự do.

Nguyên nhân thứ hai làm cho việc tự do hóa thị trường tài chính có thể tạo ra các tác động bất lợi cho sự phát triển của thị trường tài chính là tự do hóa tài chính có thể tạo ra bất ổn định kinh tế vĩ mô. Mặc dù có nhiều lập luận ủng hộ cho việc phát triển thị trường tài chính theo hướng tự do hóa tài chính, tự do hóa tài chính và mở cửa thị trường tài chính ở châu Mỹ Latinh trong thập niên 70 và đầu 80 đã đem lại nhiều hậu quả tiêu cực hơn là tích cực: lạm phát phi mã, phá sản hàng loạt, thất nghiệp gia tăng và nhiều nước đã phải quay lại việc tái thiết lập hệ thống áp chế tài chính.

Việc xóa bỏ kiểm soát lãi suất và sau đó là sự gia tăng lãi suất thực nội địa là yếu tố làm dòng vốn nước ngoài chảy vào. Tỷ giá hối đoái thực do vậy lên giá. Sự bất ổn định về kinh tế vĩ mô nảy sinh. Ban đầu, lợi nhuận trong khu vực không tham gia ngoại thương tăng lên làm tăng đầu tư vào khu vực này, đặc biệt là đầu tư bất động sản. Số lượng bất động sản không đổi dẫn đến giá đất gia tăng và kéo theo lạm phát. Sự lên giá của tỷ giá hối đoái thực làm suy giảm khu vực xuất khẩu. Thâm hụt tài khoản vãng lai gia tăng và được bù đắp bởi lượng vốn nước ngoài chảy vào. Đến khi tỷ giá hối đoái quá cao, đến mức mà các nhà đầu tư cho rằng không bền vững, tình trạng rút vốn sẽ xảy ra. Sau cùng thì tỷ giá hối đoái sẽ buộc phải bị phá giá, lợi nhuận trong khu vực không tham gia ngoại thương giảm và tạo ra một vòng điều chỉnh kinh tế nữa. Hậu quả là nền kinh tế có thể rơi vào thời kỳ khủng hoảng. Đây là một trong những nguyên nhân quan trọng gây ra các cuộc khủng hoảng tài chính ở châu Mỹ la tinh, và đặc biệt ở châu Á (bao gồm cả Hàn Quốc) năm 1997.

Từ những luận cứ khoa học của việc nghiên cứu chính sách và thể chế để phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập, Hàn Quốc đã xây dựng được một hệ thống chính sách và thể chế nhằm ứng phó với các biến động bất thường của thị trường và các cú sốc từ bên ngoài. Việt Nam có thể tham khảo để

rút ra các bài học kinh nghiệm cho việc phát triển thị trường tài chính của mình, đặc biệt là thị trường vốn.

1.2.2. Tự do hóa tài chính trong khuôn khổ WTO

Tự do hoá dịch vụ tài chính là việc giảm thiểu, thậm chí xoá bỏ tất cả rào cản thương mại trong lĩnh vực dịch vụ tài chính thông qua các cam kết cho phép các định chế tài chính nước ngoài trong lĩnh vực bảo hiểm, ngân hàng và tài chính khác thâm nhập thị trường trong nước và được hưởng chế độ đãi ngộ quốc gia. Các quốc gia thành viên WTO thực hiện cam kết thương mại dịch vụ thông qua một biểu cam kết có cấu trúc như bảng 1.1

Bảng 1.1 Cấu trúc biểu cam kết dịch vụ

Phương thức cung cấp (1) Cung cấp qua biên giới (2) Tiêu dùng ngoài lãnh thổ (3) Hiện diện thương mại (4) Hiện diện thể nhân			
Ngành và phân ngành	Hạn chế tiếp cận thị trường	Hạn chế đối xử quốc gia	Cam kết bổ sung
I. Cam kết chung			
	(3) Không hạn chế, ngoại trừ	(1) Không hạn chế	
	
II. Cam kết cụ thể cho từng ngành			
1. Đối với ngành dịch vụ tài chính			

Nguồn: Tài liệu không chính thức giải thích biểu cam kết dịch vụ

Xét về mức độ cam kết trong biểu cam kết, các nước thường cam kết theo 3 mức độ: cam kết toàn bộ, cam kết kèm theo những hạn chế và không cam kết.

1.3. Vai trò của nhà nước trong sự phối hợp các chính sách tiền tệ, tài khóa và chính sách tỷ giá trong điều kiện hội nhập tài chính quốc tế

Chính sách tiền tệ, tài khóa và tỷ giá hối đoái là những công cụ quan trọng giúp chính phủ đạt được các mục tiêu về lạm phát, thất nghiệp và tăng trưởng. Mô hình Mundell-Fleming chỉ ra rằng trong một nền kinh tế mở, hiệu quả của

chính sách tiền tệ, tài khóa sẽ phụ thuộc rất lớn vào chính sách tỷ giá và điều kiện hội nhập tài chính quốc tế.

Frankel (1999) chỉ ra rằng chính phủ các nước sẽ bị ràng buộc bởi bộ ba mục tiêu chính sách không thể đồng thời đạt được "The Impossible Trinity": i) ổn định tỷ giá hối đoái: giá trị của nội tệ được giữ cố định với các ngoại tệ chủ yếu để các doanh nghiệp và các nhà đầu tư có thể yên tâm sản xuất, kinh doanh và đầu tư trong một khoảng thời gian nhất định; ii) hội nhập tài chính hoàn toàn: vốn được tự do di chuyển giữa các quốc gia; iii) độc lập về chính sách tiền tệ.

Chính phủ chỉ có thể đạt được tối đa hai trong số ba mục tiêu chính sách trên và buộc phải hy sinh mục tiêu còn lại. Nghĩa là nếu chính phủ lựa chọn chế độ tỷ giá cố định và vẫn muốn có thể sử dụng chính sách tiền tệ một cách độc lập, chính phủ buộc phải hạn chế tự do di chuyển ngoại hối. Nếu chính phủ lựa chọn tự do di chuyển ngoại hối và có thể sử dụng chính sách tiền tệ một cách độc lập, chính phủ buộc phải chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi và để cho tỷ giá thay đổi theo cung cầu trên thị trường. Thực thi chính sách tỷ giá cố định trong bối cảnh một nền kinh tế mở sẽ buộc chính phủ phải hy sinh chính sách tiền tệ.

Mở cửa kinh tế đồng nghĩa với việc cho phép hàng hóa, dịch vụ và các yếu tố sản xuất bao gồm lao động, vốn và công nghệ được tự do di chuyển qua biên giới của một quốc gia. Trong bối cảnh toàn cầu hóa và Việt Nam gia nhập WTO, cho phép ngoại hối di chuyển tự do là một yêu cầu tất yếu Việt Nam phải thực hiện để thực hiện các cam kết với WTO.

Trên thế giới đã có rất nhiều công trình nghiên cứu liên quan tới việc điều hành chính sách tiền tệ để ổn định kinh tế vĩ mô trong một nền kinh tế mở, điển hình nhất là công trình nghiên cứu được giải Nobel của Mundell² và Fleming³.

² Robert Alexander Mundell sinh ngày 24/10/1932 tại Canada là giáo sư kinh tế của Đại học Coolumbia. Ông được giải Nobel năm 1999 cho những đóng góp của mình cho nghiên cứu chính sách tiền tệ và tài chính trong các chế độ tỷ giá khác nhau.

³ John Marcus Fleming (1911-1976) nguyên là Phó Vụ trưởng Vụ Nghiên cứu của IMF. Ông phát triển mô hình chính sách tiền tệ, tài chính trong một nền kinh tế mở độc lập với Mundell trong cùng khoảng thời gian đầu những năm 1960.

CHƯƠNG 2: PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ HỘI NHẬP TÀI CHÍNH THEO WTO TẠI VIỆT NAM

2.1. Tổng quan về quá trình phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN) được thành lập ngày 06/05/1951. NHNNVN lúc bấy giờ có tên gọi là Ngân hàng Quốc gia Việt Nam, hoạt động theo mô hình ngân hàng một cấp. Để thực hiện nhiệm vụ cấp phát vốn cho nền kinh tế, các ngân hàng chuyên doanh cũng lần lượt ra đời. Trong đó, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam thành lập năm 1957 có tên gọi ban đầu là Ngân hàng Kiến thiết Việt Nam, năm 1981 đổi thành Ngân hàng Đầu tư và Xây dựng, đến năm 1990 được đổi tên như hiện nay. Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam thành lập năm 1963. Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam và Ngân hàng Công thương Việt Nam thành lập năm 1988.⁴

Năm 1986, Việt Nam bắt đầu quá trình đổi mới. Năm 1988 cũng đánh dấu nỗ lực tự do hóa tài chính đầu tiên của Việt Nam bằng Nghị quyết số 02-NQ/HNTW của Hội nghị lần thứ hai Ban Chấp hành Trung ương Đảng (khoá VI) giải quyết những vấn đề cấp bách về phân phối, lưu thông, ngày 09 tháng 04 năm 1987. Sau đó, ngày 9/3/1988 Chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng ra quyết định 53 cho phép tất cả các tổ chức kinh tế, bao gồm cả các đơn vị kinh tế ngoài quốc doanh, được vay tiền và huy động vốn từ công chúng đã dẫn đến khủng hoảng của các hợp tác xã tín dụng một năm sau đó và để lại những hậu quả hết sức nặng nề.

Có ba điểm đáng chú ý ở đây. Thứ nhất, giai đoạn 1986-1988 là thời gian mất ổn định kinh tế vĩ mô nhất mà nền kinh tế Việt Nam từng trải qua. Với việc chính phủ sử dụng in tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách, lạm phát ở mức phi mã

⁴ Xem: <http://www.sbv.gov.vn/home/gioithieu.asp>, 28/12/2006; NHNNVN (1997)

ba chữ số. Thứ hai, nỗ lực tự do hóa tài chính này được tiến hành trong khi hầu như chưa có cải cách trong khu vực công nghiệp, doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và hoạt động ngoại thương. Thực tế là mới chỉ có khu vực nông nghiệp được tự do hóa, và rất nhiều loại giá vẫn bị biến dạng nghiêm trọng. Thứ ba, tự do hóa đã đi quá xa đến nỗi cho phép tất cả tổ chức kinh tế đều có thể kinh doanh tiền tệ, trong khi hệ thống giám sát tài chính thì hoàn toàn không tồn tại. Các tổ chức huy động vốn từ công chúng dưới dạng tiền gửi tiết kiệm để cho vay không phải tuân thủ các quy định truyền thống của ngân hàng, như dự trữ bắt buộc và tỷ lệ vốn/dự nợ vay.⁵

Năm 1990, hệ thống ngân hàng Việt Nam mới chính thức hoạt động theo mô hình ngân hàng 2 cấp sau khi Hội đồng Nhà nước Việt Nam ban hành các pháp lệnh ngân hàng. Do sự đổ bể của các hợp tác xã tín dụng, nên khác với Trung Quốc, các hợp tác tín dụng được đổi tên thành quỹ tín dụng nhân dân.⁶ Từ năm 1990, các ngân hàng TM cổ phần bắt đầu được thành lập, các ngân hàng nước ngoài được tham gia dưới hình thức thành lập chi nhánh hoặc liên doanh với các ngân hàng trong nước. Năm 1995, Ngân hàng Người nghèo được thành lập. Đến năm 2002 đổi tên thành Ngân hàng Chính sách Xã hội. Năm 1997, một NHTMNN khác, Ngân hàng Phát triển Nhà đồng bằng Sông Cửu Long được thành lập với chức năng ban đầu được thể hiện trong tên gọi, nhưng sau đó có thể do thất bại của chương trình phát triển nhà ở đồng bằng sông Cửu Long nên ngân hàng này trở thành một ngân hàng thương mại thuần túy.⁷

Ngân hàng Nhà nước đóng vai trò Ngân hàng Trung ương của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam tiếp tục đổi mới và chủ động hội nhập quốc tế theo hướng:

⁵ Xem: Thành (2003), trang 2.

⁶ Xem: Dufhues (2003), trang 31.

⁷ Xem: http://www.mhb.com.vn/?p=gioi_thieu_mhb.asp&r=0, 28/12/2006

- Hoàn thiện về mô hình tổ chức: Ngân hàng Nhà nước TW, các chi nhánh NHNN tỉnh, thành phố; các đơn vị trực thuộc; Học viện Ngân hàng và Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh.

- Không ngừng nâng cao năng lực quản lý nhà nước về lĩnh vực tiền tệ, đặc biệt là xây dựng và hoàn thiện môi trường pháp lý về hoạt động ngân hàng, đảm bảo đúng tinh thần các Nghị quyết của các kỳ Đại hội Đảng cũng như chiến lược trong thời kỳ đổi mới, hội nhập của Đảng cộng sản Việt Nam. Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành năm 1998 và được sửa đổi bổ sung năm 2003; Luật các Tổ chức tín dụng cũng được ban hành năm 1998 và sửa đổi, bổ sung năm 2004. Năm 2007 tiếp tục đưa vào kế hoạch sửa đổi bổ sung hai luật ngân hàng nói trên lần thứ 3 để phù hợp với thông lệ quốc tế, đặc biệt các cam kết mở cửa và hội nhập thị trường tài chính – tiền tệ trong khuôn khổ của Tổ chức thương mại thế giới – WTO. Các văn bản dưới luật và các văn bản pháp luật khác về tiền tệ – tín dụng và hoạt động ngân hàng đã được ban hành khá đầy đủ, đồng bộ, phù hợp dần với thông lệ quốc tế, giao quyền tự chủ và tạo sự cạnh tranh bình đẳng hơn trong hoạt động kinh doanh của các NHTM, TCTD và hoạt động ngân hàng.

- Đổi mới mạnh mẽ và không ngừng nâng cao hiệu lực, hiệu quả hoạt động thanh tra, kiểm soát, kiểm toán hoạt động tiền tệ - ngân hàng, đảm bảo các hoạt động tiền tệ – tín dụng – ngân hàng và hoạt động của các TCTD ngày càng an toàn, hiệu quả, đảm bảo quyền lợi của khách hàng, của người dân, nhà đầu tư, người có tiền gửi vào ngân hàng. Đặc biệt là Nghị định về Phòng chống rửa tiền đã được ban hành và cơ quan chuyên trách về phòng chống rửa tiền đã được thành lập.

- Nâng cao năng lực xây dựng và điều hành chính sách tiền tệ, sử dụng có hiệu quả các nghiệp vụ Ngân hàng Trung ương, phù hợp với thông lệ quốc tế và xu hướng hội nhập quốc tế, tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường tiền tệ, đảm bảo vai trò của quản lý và điều hành của Nhà nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Đặc biệt NHNN chuyển mạnh từ sử

dụng các công cụ trực tiếp sang sử dụng các công cụ gián tiếp trong điều hành chính sách tiền tệ. Thành tựu rất quan trọng đó là thực hiện thành công mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định tiền tệ, kiềm chế lạm phát, thúc đẩy tạo việc làm mới trong xã hội và đổi mới hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, hộ gia đình. Trong số đó đáng kể là Ngân hàng Nhà nước chuyển sang điều hành theo cơ chế lãi suất thoả thuận, các NHTM và TCTD chủ động quy định lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay của mình. Từ năm 2000, Ngân hàng Nhà nước đưa vào vận hành thị trường mở và đến nay thị trường này hoạt động ngày càng có quy mô lớn, can thiệp có hiệu quả vào vốn khả dụng của các NHTM, TCTD và lãi suất trên thị trường tiền tệ. Ngân hàng Nhà nước cũng bỏ tỷ lệ kết hối, nới rộng biên độ giao dịch tỷ giá trong mua bán ngoại tệ giữa TCTD và khách hàng. Quy định về nhận và chi trả kiều hối cũng được đổi mới theo hướng tạo thuận lợi và tạo sự chủ động lựa chọn việc bán hay nhận bất kỳ loại ngoại tệ nào cho người nhận ngoại tệ. Các quy định khác về quản lý ngoại hối cũng được sửa đổi bổ sung cho phù hợp với thông lệ quốc tế.

- Thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính với sự tham gia của nhiều thành phần kinh tế trong hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính, thu hút vốn đầu tư nước ngoài vào hoạt động ngân hàng, thu hút vốn tiền gửi trong dân, trong xã hội, đầu tư theo các kênh khác nhau cho phát triển kinh tế – xã hội, trong đó các Ngân hàng thương mại Nhà nước giữ vai trò chủ đạo. Đồng thời thành lập Ngân hàng phục vụ người nghèo sau này là Ngân hàng chính sách xã hội thực hiện chính sách xoá đói giảm nghèo và các chính sách xã hội khác của Đảng và Nhà nước.

Tính đến hết năm 2007, hệ thống NHTM và TCTD trong cả nước phát triển đa dạng về mô hình và thành phần sở hữu, gồm có:

+ Các Ngân hàng thuộc sở hữu Nhà nước, bao gồm: 5 NHTM Nhà nước, Ngân hàng chính sách xã hội Việt Nam chuyên phục vụ người nghèo và các đối tượng chính sách xã hội.

+ Các NHTM cổ phần: 34 Ngân hàng.

+ Khối chi nhánh Ngân hàng nước ngoài: Sau gần 20 năm đổi mới, tính đến hết năm 2007 ở nước ta có 28 ngân hàng nước ngoài với 39 chi nhánh, 6 Ngân hàng liên doanh với nước ngoài (*Kể cả Ngân hàng liên doanh Việt Nga và chi nhánh Ngân hàng liên doanh Lào Việt*), 4 Công ty liên doanh cho thuê tài chính và 2 Công ty cho thuê tài chính 100% vốn nước ngoài. Các Ngân hàng và công ty cho thuê tài chính đó đến từ 14 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới. Bên cạnh đó còn có 51 Văn phòng đại diện Ngân hàng nước ngoài ở Việt Nam...đang hoạt động. Các Ngân hàng liên doanh có từ chỗ có 15 chi nhánh vào cuối năm 2006 đã tăng lên 22 chi nhánh vào cuối năm 2007. Chi nhánh của các Ngân hàng liên doanh được mở chủ yếu tại các vùng kinh tế trọng điểm, như: Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ, Đồng Nai và Bình Dương. Đồng thời cũng tính đến hết năm 2007 có 11 ngân hàng, tập đoàn tài chính nước ngoài đầu tư vốn mua từ 10% đến 30% vốn cổ phần trong 8 NHTM cổ phần của Việt Nam. Đó là ACB, Sacombank, VP Bank, Techcombank, NHTM CP Phương Nam, NHTM CP Phương Đông, NHTMCP nhà Hà Nội, Eximbank...

+ Hệ thống Quỹ tín dụng: Quỹ tín dụng TW và khoảng gần 1.000 Quỹ tín dụng nhân dân cơ sở.

+ Công ty tài chính trong mô hình Tổng công ty Nhà nước: 5 Công ty.

+ TCTD phi ngân hàng khác có vốn đầu tư nước ngoài: 9 Công ty cho thuê tài chính; trong đó có 6 Công ty trực thuộc 4 NHTM Nhà nước, 3 Công ty liên doanh với nước ngoài.

2.2. Đánh giá quá trình phát triển của thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ mà chủ yếu là thị trường mở và thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam điều hành đã có quá trình phát triển như sau:

Tiếp tục đổi mới hoạt động theo xu hướng hội nhập, từ tháng 7-2000,

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chính thức đưa nghiệp vụ thị trường mở (OMO) vào hoạt động. Đây là một dạng của thị trường tiền tệ.

Nghiệp vụ thị trường mở là hoạt động mua bán giấy tờ có giá còn thời hạn ngắn, hoặc mua bán ngắn hạn giấy tờ có giá (GTCG) giữa Ngân hàng Trung ương và các Ngân hàng thương mại (NHTM), Tổ chức tín dụng (TCTD) và tổ chức khác, thông qua đó can thiệp vào vốn khả dụng, vốn dự trữ của các tổ chức đó và tác động vào lãi suất trên thị trường tiền tệ.

Nếu như trong 2 năm: 2000 – 2001, doanh số giao dịch trên thị trường mở còn hết sức khiêm tốn, thì từ năm 2002- 2004, doanh số giao dịch tăng hàng năm trên 200% và năm 2004 bằng 2,92 lần năm 2003 và 16 lần năm 2001. Doanh số giao dịch tăng nhanh bởi các phiên OMO đã được tổ chức thường xuyên hơn, và doanh số giao dịch từng phiên tăng lên. Năm 2005, doanh số giao dịch bằng 165,5% so với năm 2004. Trong năm 2006, doanh số giao dịch trên thị trường mở tiếp tục đạt khá, đạt trên 100.000 tỷ đồng.

Trong năm 2007, nghiệp vụ thị trường mở đã đạt được thành công lớn trong can thiệp vào vốn khả dụng của NHTM và thu hút bớt tiền từ lưu thông về, kiềm chế lạm phát. Tổng khối lượng giấy tờ có giá ngắn hạn Ngân hàng Nhà nước mua vào kỳ hạn ngắn lên tới 61.133 tỷ đồng, đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn khả dụng cho các Ngân hàng thương mại. Nhưng cũng trong năm 2007, tổng doanh số tín phiếu NHNN và giấy tờ có giá bán ra là 356.850 tỷ đồng, đạt mức cao nhất từ trước đến nay. Con số đó cũng cho thấy mức độ thu hút tiền về của NHNN là rất lớn.

Đặc biệt là, NHNN đã tổ chức tới 355 phiên giao dịch, nhiều ngày tổ chức tới 2 – 3 phiên để đáp ứng yêu cầu của thị trường. Nhiều phiên NHNN chào bán tới 10.000 tỷ đồng. Đây cũng là những con số kỷ lục từ trước đến nay. Tổng số có 584 lượt thành viên dự thầu, trong đó 399 lượt thành viên là NHTM NN, 142 lượt thành viên là NHTM cổ phần và 43 lượt thành viên là chi nhánh Ngân hàng nước ngoài ở Việt Nam; có 481 lượt thành viên trúng thầu, trong đó có 360 lượt

thành viên trúng thầu là NHTM NN, 86 lượt thành viên trúng thầu là NHTM cổ phần và 35 lượt thành viên trúng thầu là chi nhánh Ngân hàng nước ngoài. Đây cũng là diễn biến khác với nhiều năm trước và cho thấy tính tham gia rộng rãi, vai trò của thị trường mở đối với các NHTM cũng như đối với việc điều hành chính sách tiền tệ. Thời hạn giấy tờ có giá giao dịch cũng khác nhau, nhưng rất đa dạng, khoảng 10 kỳ hạn, nhưng chủ yếu là 7 ngày, 14 ngày,.... Lãi suất có xu hướng tăng và ở mức cao so với các năm gần đây.

Thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc qua Ngân hàng Nhà nước được đưa vào hoạt động từ năm 1994. Đây là một kênh huy động vốn rất quan trọng để đáp ứng kịp thời vốn cho ngân sách Nhà nước nói riêng và cho nền kinh tế nói chung. Theo đó tạo tiền đề cho phát triển thị trường chứng khoán, thị trường thứ cấp và thực hiện các nghiệp vụ của NHNN TW (thị trường mua bán lại tín phiếu, thị trường mở, chiết khấu giấy tờ có giá ngắn hạn và cho vay có đảm bảo bằng cầm cố giấy tờ có giá ngắn hạn).

Đến nay sau 14 năm hoạt động thị trường đấu thầu Tín phiếu Kho bạc Nhà nước (TPKB) đã có 47 thành viên, trong đó: có 5 Ngân hàng Thương mại Nhà nước (NHTMNN); 18 Ngân hàng Thương mại cổ phần (NHTMCP); 4 Ngân hàng liên doanh (NHLĐ); 13 chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam; 6 tổ chức bảo hiểm và Quỹ tín dụng Trung ương. Tuy nhiên trong thời gian qua hầu như chỉ có các Ngân hàng thương mại Nhà nước tham gia đấu thầu và trúng thầu. Trong năm 2006 có tổng số 86 lượt thành viên trúng thầu thì trong đó có 82 lượt thuộc về các ngân hàng thương mại nhà nước. Hay nói cách khác giới ngân hàng này cho rằng, thị trường này hầu như chỉ giành cho các ngân hàng thương mại nhà nước. Khối ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài,... vẫn còn đứng ngoài cuộc. Nguyên nhân chủ yếu do các khối ngân hàng này nguồn vốn nhỏ, vốn khả dụng hạn chế, nên không có điều kiện tham gia đấu thầu. Nhưng một nguyên nhân khác do cách tổ chức đấu thầu, nên các ngân hàng quy mô nhỏ không có điều kiện trúng thầu. Tổng doanh

số trúng thầu trên thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước đạt trên 22.000 tỷ đồng.

Trong năm 2007, thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc không sôi động như các năm trước nhưng vẫn tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc NHNN can thiệp vào vốn khả dụng của các NHTM và tạo hàng hoá giao dịch trên thị trường mở, từ đó tác động vào lãi suất trên thị trường tiền tệ, tác động vào lãi suất huy động vốn của NHTM. Quy mô giao dịch của thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc năm 2007 không đạt cao như dự kiến từ đầu năm và thấp hơn năm 2006, tổng khối lượng trúng thầu là 10.220 tỷ đồng, thấp nhấy trong nhiều năm qua. Tuy nhiên hoạt động của thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước hỗ trợ quan trọng cho điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, nhất là trong tạo hàng hoá giao dịch trên thị trường mở.

2.3. Đánh giá quá trình phát triển thị trường vốn

Hoạt động của TTGDCK Tp. HCM trước đây và hiện nay là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

Năm 1997, Ủy ban chứng khoán Nhà nước được thành lập, thực hiện các chức năng đầu tiên chuẩn bị cho việc ra đời Thị trường chứng khoán ở Việt Nam, đó là xây dựng cơ sở pháp lý, đào tạo cán bộ, xây dựng cơ sở vật chất kỹ thuật,..... Ba năm sau khi UBCKNN thành lập, thực hiện quyết định của Thủ tướng Chính phủ ngày 20/7/2000, TTGDCK Tp. HCM đã chính thức khai trương hoạt động và tổ chức phiên giao dịch chứng khoán đầu tiên vào ngày 28/07/2000. Đây là điểm mốc quan trọng đánh dấu sự hiện diện của thị trường giao dịch chứng khoán tập trung đầu tiên ở Việt Nam sau quá trình khẩn trương và tích cực chuẩn bị các điều kiện cần thiết về khung pháp lý, nguồn nhân lực, hạ tầng công nghệ và cơ sở vật chất liên quan.

Tên gọi ban đầu, địa điểm mở thị trường đã được cân nhắc rất kỹ trong Mô hình TTCK Việt Nam và văn bản của UBCKNN trình lãnh đạo Đảng và Nhà nước cho phép thành lập TTGDCK. Tên gọi "Trung tâm giao dịch Chứng

khoán" mà chưa phải là "Sở giao dịch chứng khoán" gián tiếp nói lên định hướng về bước đi, quy mô, trình độ, phương thức tổ chức giao dịch chứng khoán ban đầu của thị trường. Đặc điểm khác biệt của Việt Nam với các nước khác trên thế giới trong giai đoạn ban đầu hình thành và phát triển TTCK là Việt Nam chưa có nền kinh tế thị trường thực sự, hàng hoá trên thị trường chủ yếu là cổ phiếu từ doanh nghiệp nhà nước (DNNN) được cổ phần hoá (CPH) và trái phiếu chính phủ (TPCP) được Bộ Tài chính phát hành; doanh nghiệp và công chúng lần đầu tiên được tiếp cận với khái niệm và hình thức huy động vốn, đầu tư trên TTCK. Nhà nước đã đầu tư toàn bộ cơ sở vật chất, đào tạo nhân lực, ban hành quy định về thiết lập và đưa TTGDCK đầu tiên vào hoạt động; về mặt tổ chức Trung tâm là đơn vị trực thuộc UBCKNN.

Để hình dung cụ thể và hoạt động của thị trường giao dịch chứng khoán tập trung, có được những quy chế hoạt động của SGDCK để tham khảo chọn lọc áp dụng cho Việt Nam, nhiều lượt cán bộ của UBCKNN đã tham gia các đoàn khảo sát, học tập tại SGDCK, các công ty chứng khoán (Cty CK), TTLKCK của các nước bạn trong những năm 1997 - 1999 theo các dự án trợ giúp kỹ thuật được thoả thuận cấp Chính phủ 2 nước. Để hỗ trợ đưa vào TTGDCK Tp HCM đi vào hoạt động, UBCKNN đã biệt phái các cán bộ chủ chốt, các cán bộ trẻ được đào tạo và có năng lực tốt vào nắm giữ các vị trí Giám đốc TTGDCK, lãnh đạo các phòng nghiệp vụ quan trọng của Trung tâm trong những năm hoạt động đầu tiên.

Tính đến tháng 6-2008, trải qua gần 8 năm hoạt động, Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đã tổ chức được gần 1.850 phiên giao dịch chứng khoán; việc công bố thông tin, giám sát giao dịch ngày càng có chất lượng và hiệu quả, cơ bản đáp ứng nhu cầu phát triển của thị trường; hoạt động và quản trị điều hành của Trung tâm ngày càng chuyên nghiệp hơn. Từ tháng 10/2007, SGDCK TP. HCM (TTGDCK Tp. HCM chuyển thành SGDCK từ tháng 8/2007) bắt đầu thực hiện khốp lệnh liên tục bên cạnh việc chỉ thực hiện phương thức khốp lệnh định kỳ trong gần 8 năm qua. Từ 2 công ty niêm yết cổ phiếu trong

phiên giao dịch đầu tiên, đến cuối tháng 6/2008 đã có 150 cổ phiếu và 2 chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán được niêm yết và giao dịch. Quy mô thị trường cổ phiếu niêm yết trên SGDCK Tp. HCM tăng lên rất ấn tượng từ mức chỉ hơn 1% GDP thời điểm cuối năm 2005 đến tháng 6-2008 đã đạt gần 50% GDP. Sở SGDCK Tp. HCM đã kết nạp thành viên giao dịch thứ 75 là các Công ty chứng khoán so với 5 thành viên lúc ban đầu. Những con số đó cho thấy một nỗ lực vô cùng lớn lao và bền bỉ của Sở SGDCK Tp. HCM trong điều kiện hạ tầng công nghệ và nguồn nhân lực còn rất hạn chế. Từ giữa tháng 3-2008, Sở SGDCK Tp. HCM chuyển sang giao dịch theo phương thức không sàn dựa trên cơ sở công nghệ hiện đại.

Hoạt động của TTGDCK Hà Nội

Sự chuyển biến tích cực và toàn diện của TTCK Việt Nam cùng với những kinh nghiệm tích lũy được sau 5 năm tổ chức và vận hành TTCK là cơ sở, tiền đề quan trọng để Chính phủ cho phép khai trương hoạt động TTGDCK Hà Nội vào ngày 8/3/2005. Theo Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, định hướng hoạt động của TTGDCK Hà Nội là tổ chức thị trường giao dịch trái phiếu chuyên biệt; cổ phiếu của các doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp chưa niêm yết trên thị trường Tp. HCM... theo phương thức giao dịch linh hoạt phù hợp với nhu cầu của thị trường và trên cơ sở công nghệ hiện đại. Việc ra đời và hoạt động của TTGDCK Hà Nội theo định hướng trên đã góp phần hoàn thiện cấu trúc TTCK, tổ chức các thị trường với tiêu chuẩn niêm yết đa dạng hơn, từng bước thu hẹp dần hoạt động của thị trường tự do không có sự quản lý, đa dạng hoá kênh huy động vốn và đầu tư cho doanh nghiệp cũng như cho nhà đầu tư chứng khoán. Hơn 2 năm trước chỉ có 6 công ty niêm yết cổ phiếu với tổng giá trị tính theo mệnh giá là 1.500 tỷ đồng, đến tháng 6/2008 đã có trên 130 công ty với tổng giá trị niêm yết đạt gần 31.000 tỷ đồng. Số lượng Công ty chứng khoán là thành viên của TTGDCK Hà Nội đã tăng từ 11 thành viên ban đầu lên 70 công ty. Giá trị giao dịch bình quân từ 2 tỷ

đồng/phiên vào tháng 7/2005 đã tăng hơn 250 lần, đạt khoảng 500 - 600 tỷ đồng/phiên thời điểm từ tháng 10/2007 đến tháng 6-2008. Giá trị thị trường cổ phiếu niêm yết tại Trung tâm đạt 150.000 tỷ đồng. Đặc biệt, phương thức giao dịch kết hợp giữa báo giá và thoả thuận, biên độ giao động giá lớn hơn của TTGDCK Hà Nội được đánh giá là có tính linh hoạt, mang đến nhiều tiện ích và sự quan tâm đối với nhà đầu tư. Theo quyết định của Bộ tài chính, từ tháng 7/2006 chỉ tổ chức đấu thầu và niêm yết TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương để tiến tới hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt tại Trung tâm, kết quả huy động và giao dịch trái phiếu gia tăng rất mạnh mẽ, đến cuối tháng 6/2008 đã có gần 160 loại trái phiếu với giá trị hơn 61 nghìn tỷ đồng được niêm yết và giao dịch tại TTGDCK Hà Nội.

2.4. Quá trình tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam

Việt Nam chính thức gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới WTO từ ngày 7/11/2006. Qua gần 2 năm thực hiện cam kết, Việt Nam đã đạt được một số thành tựu nhất định nhưng cũng gặp phải rất nhiều khó khăn, đặc biệt là các khó khăn về chính sách vĩ mô. Sau khi tìm hiểu quá trình tự do hóa trong WTO ở các nước láng giềng và rút ra một số bài học kinh nghiệm, phân tích dưới đây tập trung tìm hiểu về thực trạng thực hiện cam kết tự do hóa tài chính theo WTO ở Việt Nam, trên cơ sở đó đề ra các giải pháp và các kiến nghị để Việt Nam hoàn thành lộ trình cam kết trên cơ sở phát triển thị trường dịch vụ tài chính một cách bền vững.

Những thành công

Thứ nhất, Việt Nam tiến hành cam kết tự do hóa tài chính theo chủ trương thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng cường hiện diện thương mại nước ngoài tại Việt Nam nhằm nâng cao năng lực của các định chế tài chính trong nước (thông qua tranh thủ vốn, kỹ năng quản lý và tổ chức của các tổ chức

tài chính nước ngoài) và phát triển từng bước thị trường tài chính. Ngay trong biểu cam kết, Việt Nam đã nhấn mạnh việc áp dụng các biện pháp thận trọng để thực hiện cam kết sao cho phù hợp với sự phát triển thực tế của đất nước, tránh tình trạng cạnh tranh quá mức từ các định chế tài chính bên ngoài hoặc tình trạng lợi bất cập hại đã từng xảy ra trong tự do hóa tài chính theo WTO của nhiều nước. Như vậy, mặt thành công đầu tiên là ***Việt Nam đã có định hướng đúng đắn trong việc đưa ra các cam kết***, tránh được những vết xe đổ của các nước lúng túng trong việc tự do hóa quá sớm tài khoản vốn.

Thứ hai, Việt Nam đã có những ***cải cách cơ bản về pháp luật phù hợp với quy tắc của WTO*** tạo điều kiện và khuyến khích sự gia nhập thị trường của các tổ chức tài chính nước ngoài. Một ví dụ điển hình là về việc cấp giấy phép thành lập và hoạt động ngân hàng. Thủ tục, hồ sơ và giấy tờ cấp phép được đơn giản hóa. Nhiều hoạt động ngân hàng đã được NHNN nói lỏng hoặc bãi bỏ giấy phép, nhất là đối với các giao dịch ngoại hối qua biên giới (giấy phép kinh doanh vàng, giao dịch vãng lai và giao dịch vốn được nói lỏng – vay ngắn hạn nước ngoài không phải xin phép NHNN, vay trung – dài hạn nước ngoài đăng ký qua NHNN...). Chính sách một cửa giao dịch – một dấu trong cấp phép đã được NHNN từng bước áp dụng để tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý của NHNN và các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động tiền tệ, ngân hàng. Thời gian cấp phép cũng cần được rút ngắn hơn và qui định rõ ràng. Những cải cách hành chính trong lĩnh vực cấp phép của NHNN đã có tác dụng quan trọng trong việc góp phần bảo đảm an toàn hoạt động tiền tệ - ngân hàng, đẩy mạnh hội nhập quốc tế trong lĩnh vực ngân hàng, trước hết là thực hiện các cam kết quốc tế theo WTO, hiệp định AFTA... thông qua việc loại bỏ dần những thủ tục hành chính không cần thiết, những rào cản thị trường nhằm nâng cao quyền tiếp cận bình đẳng thị trường tài chính ngân hàng và đối xử công bằng đối với các nhà cung cấp dịch vụ ngân hàng (trong nước và nước ngoài). Những cải cách hành chính

trong hoạt động cấp phép của NHNN thực sự có tác dụng cải thiện môi trường đầu tư và kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng và nền kinh tế nói chung, khuyến khích các nhà đầu tư, đặc biệt là các TCTD nước ngoài gia nhập thị trường tiền tệ - ngân hàng Việt Nam. Hoạt động cấp phép đã góp phần chọn lọc những tổ chức, cá nhân đáp ứng được các tiêu chuẩn về an toàn và năng lực hoạt động để tham gia cung ứng dịch vụ ngân hàng. Nhờ đó, mà góp phần nâng cao mức độ an toàn và hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng, đồng thời hỗ trợ cho hoạt động thanh tra, giám sát ngân hàng có hiệu quả hơn.

Thứ ba, Việt Nam đã vận dụng được quy tắc thận trọng khi đưa ra cam kết về dịch vụ tài chính trong WTO. Do vậy, mặc dù cam kết tương đối mạnh, hiện nay Việt Nam vẫn duy trì được một số hạn chế làm giảm khả năng tiếp cận thị trường dịch vụ ngân hàng của các TCTD nước ngoài nhằm bảo hộ các TCTD trong nước như: hạn chế về huy động vốn VND, hạn chế về mở chi nhánh và điểm giao dịch, kể cả đặt máy ATM ngoài trụ sở chi nhánh đối với ngân hàng nước ngoài, hạn chế về nhận thế chấp quyền sử dụng đất đối với ngân hàng nước ngoài, hạn chế về tỷ lệ góp vốn hoặc mua cổ phần trong các TCTD của Việt Nam (theo Nghị định số 22/2006/NĐ-CP ngày 28/2/2006, bên nước ngoài trong các ngân hàng liên doanh chỉ được nắm giữ không quá 50% vốn điều lệ của ngân hàng liên doanh).

Những vấn đề đặt ra đối với Việt Nam trong quá trình thực hiện tự do hóa tài chính theo WTO

Thứ nhất, Việt Nam cần tiếp tục ***hoàn thiện hơn nữa pháp luật về tài chính*** nhằm tạo điều kiện thực hiện cam kết một cách dễ dàng hơn. Mặc dù đã có một quá trình hoàn thiện sửa đổi chính sách ngân hàng cho phù hợp với thông lệ quốc tế và những cam kết hội nhập nhưng hệ thống pháp luật về dịch vụ tài chính hiện tại còn thiếu, chưa đồng bộ và có nhiều điểm chưa phù hợp với thông lệ quốc tế. Ví dụ, hoạt động cấp phép của NHNN, mặc dù có những cải cách

quan trọng, vẫn còn một số tồn tại như vẫn còn tồn tại nhiều loại giấy phép con; vẫn tập trung quá mức việc cấp phép tại NHNN nhưng lại ủy nhiệm cho nhiều vụ, cục, đơn vị tiếp nhận, xem xét và xử lý các đề nghị cấp phép, vì vậy điều này gây khó khăn cho người có đề nghị xin phép. Trong khi đó, sự phối giữa các đơn vị có chức năng cấp phép với thanh tra ngân hàng trong quá trình cấp phép lỏng lẻo (không có qui định quan hệ phối hợp xử lý và trao đổi thông tin).

Thứ hai, Việt Nam chưa có một cơ chế giám sát tài chính hữu hiệu.

Trong lĩnh vực ngân hàng, mặc dù NHNN đã ban hành được một số qui định quan trọng về an toàn hoạt động ngân hàng như: tỷ lệ an toàn vốn, phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro, quản lý rủi ro thanh khoản..., tuy nhiên hệ thống qui chế quản lý và giám sát ngân hàng chưa có sự cải thiện căn bản và còn thua kém xa so với thông lệ, chuẩn mực quốc tế; chưa thúc đẩy các TCTD nâng cao năng lực quản trị rủi ro. Phương thức giám sát chưa có khả năng đánh giá, cảnh báo sớm rủi ro. Hệ thống pháp luật giám sát ngân hàng còn bất cập so với yêu cầu triển khai phương thức giám sát dựa trên cơ sở rủi ro. Theo kết quả khảo sát do Công ty Tư vấn Earnst & Young tiến hành năm 2006 để đánh giá mức độ tuân thủ các nguyên tắc cơ bản về giám sát ngân hàng hữu hiệu của Ủy ban Giám sát ngân hàng quốc tế Basel, có 9/25 nguyên tắc phần lớn không tuân thủ, 1/25 nguyên tắc tuân thủ, 2/25 nguyên tắc không thực hiện phần lớn và 3/25 nguyên tắc không áp dụng. Trong đó, hầu hết các nguyên tắc liên quan đến điều kiện tiên quyết bảo đảm giám sát ngân hàng hữu hiệu (mục tiêu, nhiệm vụ, tính độc lập, khung pháp lý, quyền lực, hệ thống thông tin của cơ quan giám sát ngân hàng), cấp phép và chấp thuận thay đổi cấu trúc ngân hàng, các qui định an toàn hoạt động, phương pháp giám sát ngân hàng liên tục được đánh giá là phần lớn không tuân thủ.

Hiện nay, rất nhiều cơ quan quản lý và giám sát ngân hàng ở các nước đang phát triển đã thực hiện chuẩn mực vốn của Hiệp ước vốn Basel I và sẵn

sàng triển khai Basel II trước năm 2010 (Trung Quốc tới năm 2010). Trong khi đó, Việt Nam mới thực hiện một phần (rủi ro tín dụng) và dự kiến đến năm 2010, thực hiện đầy đủ Basel I. Vì vậy, ***xây dựng một cơ chế giám sát theo chuẩn mực quốc tế là một yêu cầu cấp bách.***

Thứ ba, Việt Nam cần thận trọng khi tiếp tục tự do hóa tài khoản vốn. Hiện nay, Việt Nam có nhiều điểm giống các nước bị khủng hoảng tài chính khi tự do hóa tài khoản vốn, như có lạm phát tương đối cao (8%-13% trong mấy năm gần đây), lãi suất danh nghĩa VND cao, dự trữ ngoại hối còn hạn hẹp, thâm hụt tài khoản vãng lai kinh niên, và nợ nước ngoài tương đối lớn, đặc biệt hệ thống tài chính còn rất yếu kém, với tỷ lệ nợ xấu cao, rủi ro hệ thống lớn, thông lệ cho vay bất cần, chế độ quản trị ngân hàng còn yếu kém, và cơ chế tỷ giá còn cứng nhắc... Với những đặc điểm này, có thể thấy rằng các điều kiện tiền đề cho tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam một cách an toàn là chưa tồn tại hoặc chưa đầy đủ, nhất là những điều kiện tiền đề về nền kinh tế vĩ mô lành mạnh, cũng như một hệ thống tài chính và hạ tầng cơ sở giám sát vững chắc. Nghiên cứu mô hình tự do hóa của các nước có thể thấy rằng để tự do hóa tài khoản vốn Việt Nam cần cải cách sâu rộng và đồng bộ trên nhiều mặt của nền kinh tế vĩ mô.

Thứ tư, khả năng quản lý điều hành kinh tế vĩ mô của Việt Nam còn yếu kém, đặc biệt công tác dự báo chính sách còn chưa được coi trọng và không hiệu quả, gây tình trạng lúng túng, chông chéo, bị động trong điều tiết vĩ mô khi có những nhân tố bất thường tác động vào nền kinh tế, thậm chí làm trầm trọng hơn các sai lầm và tạo ra sự thiếu ổn định trong kinh tế vĩ mô. Công tác điều hành vĩ mô của chính phủ trong thời gian qua là một minh chứng rõ ràng về điều này. Lạm phát tăng cao không kiểm soát được, có tình trạng đầu cơ đẩy giá tăng cao một cách giả tạo, thị trường chứng khoán ảm đạm, tỷ giá biến động không ổn định, nhập siêu tăng cao...

CHƯƠNG 3: KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH HÀN QUỐC

Kể từ đầu những năm 1990, hệ thống tài chính Hàn Quốc đã được cải tổ mạnh mẽ theo hướng tự do hóa và mở cửa thị trường tài chính. Cuộc Khủng hoảng Tài chính năm 1997 đã góp phần thúc đẩy quá trình cải cách hệ thống tài chính Hàn Quốc một cách mạnh mẽ hơn bao giờ hết. Trong cơn bão cải tổ hệ thống, các định chế tài chính yếu kém đã buộc phải rời bỏ thị trường và hàng loạt các biện pháp thiết lập kỷ luật tài chính và giám sát thị trường đã được thực hiện nhằm xây dựng một hệ thống tài chính ổn định cho Hàn Quốc. Hệ thống tài chính Hàn Quốc đã phát triển từ sơ khai tới hoàn chỉnh và ngày càng được tổ chức chặt chẽ hoàn thiện hơn, có thể là mô hình để Việt Nam nghiên cứu và ứng dụng vào phát triển thị trường tài chính non trẻ ở Việt Nam.

3.1. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc

3.1.1. Tổng lược về hệ thống các tổ chức tài chính của Hàn Quốc

Hệ thống các tổ chức tài chính hiện đại của Hàn Quốc được xây dựng từ đầu những năm 1950 trên cơ sở Luật Ngân hàng và Luật Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc. Các ngân hàng chuyên doanh được thành lập trong những năm 1960 và hầu hết các định chế phi ngân hàng khác được thành lập trong những năm 1970. Trong những năm đầu tiên của thập kỷ 1980, rất nhiều ngân hàng thương mại và các định chế tài chính phi ngân hàng được thành lập theo sau chính sách dịch chuyển từ kiểm soát nhà nước sang định hướng thị trường của Hàn Quốc. Kể từ sau cuộc Khủng hoảng Tài chính năm 1997, hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc đã được cải tổ mạnh mẽ.

Ngân hàng trung ương của Hàn Quốc, Ngân hàng Hàn Quốc, đã được tách ra khỏi hệ thống ngân hàng thương mại từ đầu những năm 1950. Kể từ khi hệ thống ngân hàng hai cấp được thiết lập, hàng loạt các định chế tài chính (ngân hàng và phi ngân hàng) đã ra đời và phát triển. Cho đến nay, hệ thống các tổ

chức tài chính Hàn Quốc có thể được chia thành 7 loại cơ bản: i) ngân hàng trung ương; ii) các định chế ngân hàng bao gồm ngân hàng thương mại và ngân hàng chuyên doanh; iii) các định chế tiền gửi phi ngân hàng bao gồm các công ty ngân hàng bán buôn, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, và các tổ chức tín dụng khác; iv) các công ty chứng khoán; v) các định chế bảo hiểm; vi) các định chế tài chính khác; và vii) các hệ thống các tổ chức tài chính hỗ trợ.

Hình 3.1. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc

HỆ THỐNG TÀI CHÍNH HÀN QUỐC	Ngân hàng Trung ương	Ngân hàng Hàn Quốc
	Định chế Ngân hàng	Ngân hàng Thương mại
		Ngân hàng Chuyên doanh
	Định chế Tiền gửi Phi Ngân hàng	Công ty Ngân hàng Bán buôn
		Ngân hàng Tiết kiệm Tương hỗ
		Các tổ chức tín dụng khác
	Công ty Chứng khoán	Công ty Chứng khoán
		Công ty Quản lý Tài sản
		Công ty Hợp đồng Tương lai
		Công ty Tài chính Chứng khoán
	Định chế Bảo hiểm	Công ty Bảo hiểm Nhân thọ
		Công ty Bảo hiểm Phi-Nhân thọ
		Bảo hiểm Bưu điện và Bảo hiểm
	Định chế Tài chính khác	Công ty tài chính tín dụng chuyên
		Công ty Đầu tư Mạo hiểm, ...
	Định chế Tài chính Hỗ trợ	Sở Giám sát Tài chính
		Định chế Bảo hiểm Tín dụng
		Tài chính Viễn Thông & Thanh toán

Nguồn: Ngân hàng Hàn Quốc

Trước năm 1990, hệ thống các tổ chức tài chính chịu kiểm soát chặt chẽ bởi chính phủ Hàn Quốc với mục tiêu tập trung mọi nguồn lực tài chính cho phát triển công nghiệp và tăng trưởng kinh tế. Những yếu kém của hệ thống các tổ chức tài chính nảy sinh trong thời kỳ này là đặc biệt nghiêm trọng do hệ thống các tổ chức tài chính không hoạt động dựa trên cơ sở tín hiệu giá cả thị trường. Mặc dù Hàn Quốc đã tiến hành tự do hóa và mở cửa thị trường tài chính vào đầu những năm 1990, quá trình cải cách không giải quyết được những yếu kém có tính chất hệ thống trong thời kỳ trước, hậu quả của một thời kỳ hoạt động với chi phí tài chính lớn và hiệu quả kinh doanh thấp để thực hiện các mục tiêu phát triển công nghiệp và tăng trưởng kinh tế.

Sự sụp đổ của hàng loạt các công ty lớn trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 đã làm nợ xấu tăng nghiêm trọng trong hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc, đe dọa sự lành mạnh và phát triển bền vững của cả hệ thống. Hiệu ứng tâm lý lan truyền của các nhà đầu tư nước ngoài trước diễn biến phức tạp của cuộc khủng hoảng tài chính ở Đông Nam Á đã có tác động lớn tới hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc khi các nhà đầu tư nước ngoài đồng loạt rút vốn, đặc biệt là các khoản đầu tư gián tiếp. Hệ thống các tổ chức tài chính Hàn Quốc rơi vào khủng hoảng và chính phủ phải viện tới hỗ trợ của IMF với điều kiện cải cách kinh tế và tái cấu trúc triệt để hệ thống các tổ chức tài chính tập trung vào ổn định kinh tế vĩ mô, tái cấu trúc các doanh nghiệp lớn và cải cách hệ thống các tổ chức tài chính, cũng như thị trường lao động. Các cải cách trong lĩnh vực tài chính tập trung vào xóa bỏ các định chế tín dụng yếu kém, giải quyết nợ xấu, tăng cường các qui định giám sát thận trọng hệ thống các tổ chức tài chính, tăng cường minh bạch hóa thông tin, và tăng cường các qui định quản trị doanh nghiệp tài chính.

Kết quả của quá trình cải cách là Hàn Quốc đã đi một bước dài trong quá trình chuyển đổi từ hệ thống các tổ chức tài chính chịu sự kiểm soát cao độ của chính phủ sang một hệ thống các tổ chức tài chính tự do, mở cửa, hoạt động theo định hướng thị trường với sự giám sát chặt chẽ của chính phủ để đảm bảo công bằng, minh bạch, và hiệu quả của hệ thống các tổ chức tài chính.

3.1.2. Hệ thống giám sát tài chính Hàn Quốc:

3.1.2.1. Quá trình tích hợp hệ thống giám sát thị trường tài chính của Hàn Quốc

Đầu năm 1997, chính phủ thành lập Ủy ban của Tổng thống về Cải cách Tài chính để nghiên cứu tiền khả thi và đề xuất phương án hợp nhất cơ quan giám sát hệ thống tài chính. Trên cơ sở đề xuất của Ủy ban này, chính phủ đã đề xuất sáp nhập bốn cơ quan giám sát thị trường tài chính của Hàn Quốc là Văn phòng Giám sát Ngân hàng (Office of Bank Supervision-OBS), Ban Giám sát Chứng khoán (Securities Supervisory Board - SSB), Ban Giám sát Bảo hiểm (the Insurance Supervisory Board - ISB), và Cơ quan Giám sát Phi Ngân hàng (the Non-bank Supervisory Authority - NSA) thành một cơ quan giám sát hệ thống tài chính duy nhất.

Ngày 01/04/1998, Ủy ban Giám sát Tài chính ra đời đánh dấu sự hợp nhất của các cơ quan giám sát thị trường tài chính Hàn Quốc. Cùng với quá trình tái cấu trúc lại hệ thống giám sát thị trường, Ủy ban Chứng khoán và Sở Giao dịch được giải thể và chuyển thành Ủy ban Chứng khoán và Hợp đồng tương lai hoạt động trong Ủy ban Giám sát Tài chính để theo dõi các vấn đề liên quan tới chứng khoán và hợp đồng tương lai. Ngày 1/1/1999, bốn cơ quan giám sát thị trường tài chính của Hàn Quốc là Văn phòng Giám sát Ngân hàng (Office of Bank Supervision-OBS), Ban Giám sát Chứng khoán (Securities Supervisory Board - SSB), Ban Giám sát Bảo hiểm (the Insurance Supervisory Board - ISB), và Cơ quan Giám sát Phi Ngân hàng (the Non-bank Supervisory Authority - NSA) được sáp nhập thành một cơ quan duy nhất Sở Giám sát Tài chính (Financial Supervisory Service FSS) là cơ quan điều hành của Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC). Ngay sau khi thành lập, Ủy ban Giám sát Tài chính đã ngay lập tức thực hiện nhiệm vụ tái cấu trúc các tập đoàn kinh tế lớn (được biết tới là các chaebols) và tiến hành cải cách hệ thống tài chính quốc gia, thiết lập lại sự ổn định tài chính của Hàn Quốc sau khủng hoảng tài chính 1997-1998.

3.1.3. Quá trình tự do hóa và cải cách hệ thống tài chính ở Hàn Quốc:

3.1.3.1. Cải cách hành chính

Một nền kinh tế thị trường hiện đại không thể hoạt động hiệu quả nếu thiếu các tổ chức tài chính năng động và được giám sát chặt chẽ. Ủy ban Giám sát Tài chính (FSC) -tổ chức đóng vai trò cơ chế điều tiết, thiết lập các thông lệ

ngân hàng chung - đã tạo ra một hệ thống các quy chế mới, sự giám sát thận trọng và một đề án thực hiện cải cách.

Trong quá trình cải cách lĩnh vực tài chính, Chính phủ đã đóng cửa một số tổ chức tài chính không có khả năng tồn tại. Những ngân hàng khác có khả năng tồn tại đang tiếp tục thực hiện các biện pháp mạnh do Ủy ban Giám sát Tài chính đặt ra nhằm nâng cao tính lành mạnh của các tổ chức này. Lĩnh vực tài chính phi ngân hàng của Hàn Quốc cũng được cải tổ.

Thành quả cho những nỗ lực đổi mới này là khoảng trên 40% của các định chế tài chính trên toàn quốc - có 867 ngân hàng tiết kiệm và các tổ chức tín dụng - đã được giải thể kể từ năm 1997. Hàn Quốc đã có 1.136 định chế tài chính hoạt động vào cuối năm 2005.

3.1.3.2. Cải tổ công ty

Trong khu vực công ty, kết quả chung của việc tổ chức lại khá khả quan. Tỷ lệ nợ - vốn của khu vực sản xuất đạt kết quả đáng khâm phục: từ 396% cuối năm 1997 xuống còn 104% tháng 12-2004. Và huyền thoại "lớn quá không thể sụp đổ được" biến mất khi nhiều trong số 30 tập đoàn lớn nhất bị bán, hợp nhất hay giải thể. Những quy định về quản lý minh bạch và có trách nhiệm đã được thực hiện và đẩy mạnh thông qua việc bổ nhiệm các giám đốc ngoài công ty, đưa các ủy ban kiểm toán vào và bắt buộc công khai các báo cáo tài chính tổng hợp.

Việc cơ cấu lại tổ chức của các công ty làm ăn kém hiệu quả đã nhanh chóng được tiếp tục thực hiện theo đề xuất của các ngân hàng tín dụng. Ví dụ công ty Daewoo Motor và Thép Hanbo đã thu hút vốn nước ngoài thành công. Kể từ khi áp dụng chương trình được vạch ra một cách tỉ mỉ này, nhiều công ty có vấn đề tài chính đã trở lại hoạt động bình thường.

Tháng 9-2001, Đạo luật đẩy mạnh việc cơ cấu lại công ty được ban hành để tiến hành việc cơ cấu lại công ty một cách nhanh chóng và minh bạch. Ngoài ra, Hệ thống cơ cấu lại công ty thường xuyên đã hoạt động từ tháng 3-2001, cho phép các ngân hàng chủ nợ định kỳ đánh giá rủi ro tín dụng đối với các công ty vay nợ. Luật thanh toán tài sản tổng hợp ban hành vào tháng 3-2005 và bắt đầu có hiệu lực vào tháng 4-2006.

Mục đích của việc cơ cấu lại công ty là nâng cao năng suất và tiềm năng tăng trưởng cho nền kinh tế Hàn Quốc thông qua việc xây dựng một thị trường hiệu quả và lành mạnh.

Cuộc cải cách cơ cấu công ty sẽ tiếp tục, dựa trên các nguyên tắc sau: Thứ nhất, đề tập trung xây dựng một hệ thống giám sát thuận lợi nhằm nâng cao công tác quản lý và sự minh bạch trong hạch toán, cần tập trung xây dựng một hệ thống giám sát thân thiện với thị trường và lấy được lòng tin của những người tham gia thị trường. Thứ hai, phải kiên trì thực hiện việc cải cách công ty. Cần liên tục đẩy mạnh việc cơ cấu lại công ty cho tới khi sự minh bạch trong quản lý đáp ứng được những tiêu chuẩn quốc tế.

Các biện pháp nhằm đẩy mạnh hơn nữa sự minh bạch và lành mạnh trong quản lý công ty sẽ được tiến hành và đẩy mạnh. Hệ thống giám sát quản lý trong và ngoài công ty sẽ được tăng cường bằng cách nâng cao vai trò của Ủy ban kiểm toán, ban giám đốc, quyền lợi của các cổ đông thiểu số và ban giám đốc. Nhằm xóa bỏ tận gốc những thông lệ bất hợp pháp như gian lận bảng tổng kết tài sản và đầu cơ giá chứng khoán, các tổ quyền đại diện trong thị trường chứng khoán đã được ra đời vào tháng 1-2006.

Tính hiệu lực của hệ thống kiểm tra nội bộ và bên ngoài của các công ty tư nhân sẽ được đánh giá một cách toàn diện trước khi thay thế hệ thống đầu tư chứng khoán trần hiện tại bằng một hệ thống có các quy tắc tự nguyện. Hệ thống trần này đã được đặt ra nhằm ngăn chặn lạm dụng quyền điều hành của các cổ đông quá bán.

Tính đến 31-12-2005, Chính phủ Hàn Quốc đã huy động các nguồn tài chính với tổng giá trị là 168 nghìn tỷ won (xấp xỉ 171 tỷ đô la Mỹ) để hỗ trợ các tổ chức tài chính có thể tồn tại trong việc cơ cấu lại vốn, thanh toán các khoản vay không trả được và xử lý các cơ sở tài chính không có khả năng tồn tại. Bản thân các tổ chức tài chính cũng phải nỗ lực phục hồi, bao gồm cả việc giảm quy mô và tăng cường thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

3.1.3.3. Các biện pháp khác

Đối với các khu vực công, những tổ chức và hiệp hội thuộc khu vực này đã được sắp xếp lại và cơ cấu tổ chức cũng đã thay đổi. Các doanh nghiệp nhà nước đang dần dần được tư nhân hóa hoặc tiến hành cải cách quản lý mạnh mẽ theo định hướng kinh doanh của mình.

Để đạt được sự đồng thuận chung về các vấn đề liên quan đến lao động, ngày 6-2-1998, một Ủy ban Ba bên gồm đại diện của người lao động, người sử dụng lao động và Chính phủ đã được thành lập. Ủy ban này đã xây dựng được

một khung gánh chịu công bằng các chi phí kinh tế và phi kinh tế và qua đó đã dành được sự đồng thuận của công chúng trong các nỗ lực cơ cấu lại.

Ủy ban đã đạt được một thỏa thuận trong đó có một số biện pháp được đề xuất nhằm củng cố sự minh bạch bị công ty chi phối. Các biện pháp này cũng sẽ làm tăng trợ cấp thất nghiệp và nâng cao tính linh hoạt của thị trường lao động.

Nhờ những nỗ lực của Ủy ban ba bên, Đạo luật về tiêu chuẩn lao động (LSA) đã được sửa đổi nhằm tạo ra một sự linh hoạt hơn về quản lý trong việc giải quyết những vấn đề lao động. Ngoài ra, một đạo luật cho phép thành lập những công ty giới thiệu nhân lực đã có hiệu lực vào tháng 7-1998.

Điều này đã góp phần giúp các công ty nâng cao hiệu quả của bộ máy hành chính và tiết kiệm chi phí hơn nữa.

Chính phủ cũng đã đẩy mạnh tính linh hoạt của thị trường lao động bằng cách thực hiện nghiêm ngặt các tiêu chuẩn pháp lý đối với các cuộc đình công bất hợp pháp hay các thông lệ lao động.

3.1.3.4. Môi trường đầu tư nước ngoài

Đối với trường hợp của Hàn Quốc, tổng giá trị thương mại hàng xuất nhập khẩu tương đương với 70% GDP của cả nước trong năm 2005, trong khi tổng doanh thu của các công ty đầu tư nước ngoài chỉ chiếm khoảng 14%. Như vậy, Hàn Quốc đang nỗ lực để hỗ trợ các công ty nước ngoài. Ví dụ gần đây là việc mở cửa cụm công nghiệp sản xuất LCD lớn nhất trên thế giới ở Paju, cách khu vực phi quân sự vài km.

Chính phủ xây dựng đường sá và cơ sở hạ tầng cần thiết để hỗ trợ cho các khu công nghiệp có tầm cỡ của Paju. Chính phủ nói lỏng hoặc bãi bỏ các quy định mà đã tồn tại nhiều thập kỷ liên quan đến phát triển các vùng biên giới. Những ưu đãi đó và các biện pháp khác được tiến hành với tốc độ khẩn trương nhất, một tín hiệu của thiện chí và cam kết của chính phủ để giúp cho các doanh nghiệp nước ngoài làm ăn tại Hàn Quốc.

Còn có những ví dụ thành công khác: nhà bán lẻ của Anh (Tesco) đã làm ăn rất hiệu quả ở Hàn Quốc. Hoạt động của Tesco ở Hàn Quốc chiếm tới 1/3 doanh thu ở nước ngoài của nhà bán lẻ này. Một ví dụ khác, hoạt động xuất sắc của GM Daewoo. Công ty này trong quý I năm 2006 một lần nữa trở thành nhà sản xuất ô tô đứng thứ hai của Hàn Quốc. Đây là một tiến bộ to lớn vĩ đại chỉ

trong vòng bốn năm. Trên thực tế, GM Daewoo hoạt động tốt cũng là để giúp cho tăng cường hình ảnh của hãng GM ở châu Á.

Hàn Quốc hy vọng đạt 11 tỷ đôla Mỹ đầu tư nước ngoài năm 2006- mức tương đương 2005. Bên cạnh các lĩnh vực thông thường như tài chính và bảo hiểm, còn có những khu vực khác mà các nhà đầu tư đang quan tâm trong lĩnh vực thiết bị nghiên cứu phát triển, trung tâm giao vận và trụ sở khu vực của các tập đoàn đa quốc gia. Các công ty sản xuất bộ phận nguyên liệu cũng rất quan tâm tới lĩnh vực hàng điện tử phát triển cao của Hàn Quốc.

Sự quan tâm của các nhà đầu tư trong lĩnh vực này là đương nhiên khi xem xét tới đầu tư nghiên cứu và phát triển (R & D) khổng lồ của Hàn Quốc hàng năm, giúp cho Hàn Quốc đứng hàng thứ 10 hàng năm. Việc cống hiến như vậy đã đem lại thành tựu trong nhiều lĩnh vực. Trong năm 2005, Hàn Quốc đứng thứ sáu xét về số lượng xin cấp bằng phát minh sáng chế quốc tế nộp tại tổ chức sở hữu trí tuệ thế giới (WIPO).

Cuối cùng là Hàn Quốc đang tập trung nỗ lực vào hai mục tiêu: Thứ nhất, trợ giúp các điều kiện thị trường và cho phép doanh nhân nhận ra đầy đủ tiềm năng doanh nghiệp của họ ở Hàn Quốc. Thứ hai, thực hiện các cam kết của mình nhằm giúp đỡ doanh nghiệp hoạt động tốt ở Hàn Quốc.

Để nền kinh tế có lợi hơn cho đầu tư nước ngoài, năm 1998, Chính phủ đã thay thế Đạo luật quản lý ngoại hối trước đây bằng Đạo luật quản lý ngoại hối. Các biện pháp tự do hóa trong luật mới được thực hiện trong hai giai đoạn trong khoảng hai năm và những mục tiêu ban đầu của luật mới gồm có sự tự do hóa tài khoản vốn và phát triển hơn nữa thị trường giao dịch trong nước.

3.1.3.5. Tự do hóa thị trường vốn

Chiến lược của Hàn Quốc đối với các trung tâm phát triển thị trường vốn tập trung vào hai sáng kiến mang tính chất chính sách có liên quan với nhau, đó là chính sách tự do hóa thị trường và chính sách mở rộng thị trường. Tự do hóa thị trường vốn sẽ trực tiếp làm tăng sự tiếp cận của Hàn Quốc với vốn và công nghệ nước ngoài, trong khi việc mở rộng thị trường sẽ góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động của thị trường vốn.

Hàn Quốc đã đạt được những tiến bộ quan trọng trong việc thực hiện các biện pháp nhằm mở cửa hơn nữa thị trường vốn và giảm bớt trở ngại đối với danh mục vốn đầu tư và đầu tư trực tiếp. Nước ngoài sẽ được đầu tư hoàn toàn tự

do vào tất cả các ngành, trừ những ngành có liên quan đến an ninh quốc gia và văn hóa như các phương tiện thông tin đại chúng.

Công dân nước ngoài sẽ được đối xử công bằng như công dân Hàn Quốc khi họ mua đất đai với mục đích kinh doanh hoặc không kinh doanh. Tất cả các giới hạn về đầu tư nước ngoài đối với thị trường trái phiếu trong nước và thị trường tiền tệ cũng như mức trần về đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán đã được loại bỏ. Các ngân hàng nước ngoài và các công ty chứng khoán được phép thành lập các chi nhánh ở địa phương.

Từ 25-5-1998, các nhà đầu tư nước ngoài đã có thể mua cổ phiếu của bất kỳ công ty Hàn Quốc nào (trừ các công ty của ngành quốc phòng và các công ty nhà nước) mà không phải chịu sự can thiệp của ban giám đốc công ty đó hoặc Chính phủ. Công dân nước ngoài hiện nay được mua tới 50% cổ phiếu chưa hoàn vốn của một số công ty nhà nước.

Nhà đầu tư trong nước và nước ngoài được phép thực hiện tất cả những loại hình tiếp quản, bao gồm cả việc thôn tính các công ty Hàn Quốc. Ngoài ra, tất cả các cơ sở tài chính đáp ứng được những yêu cầu nhất định cũng sẽ được phép thực hiện giao dịch ngoại hối.

Tháng 5-1998, mức trần cộng gộp về đầu tư nước ngoài đối với vốn cổ phần của Hàn Quốc được bãi bỏ.

Trong năm 2006, hời phiếu kho bạc Hàn Quốc có đáo hạn 3, 5, 10 và 20 năm. Chính phủ sẽ nỗ lực thêm để tăng cường chiều rộng và chiều sâu cho thị trường trái phiếu kho bạc bằng cách khuyến khích thị trường trái phiếu dài hạn.

Hàn Quốc cũng đã đề ra một khung thể chế cho các quỹ tương hỗ để những quỹ này sẽ làm công cụ chủ yếu cho sự tài trợ lâu dài. Các nhà đầu tư tư nhân, kể cả nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, được phép thành lập các quỹ tương hỗ tại Hàn Quốc một cách dễ dàng. Các nhà đầu tư đang tài trợ cho các quỹ tương hỗ mới không bắt buộc phải đáp ứng các điều kiện về năng lực trừ một số ít những trường hợp ngoại lệ. Về cơ bản, Hàn Quốc đã đảm bảo quyền được đối xử bình đẳng cho các nhà đầu tư.

3.1.3.6. Hệ thống hỗ trợ nhà hướng về nhà đầu tư

Tất cả các điều luật và quy định hiện hành có liên quan đến đầu tư trực tiếp nước ngoài đã được sắp xếp lại và kết hợp chặt chẽ thành một khung pháp lý duy nhất, đó là Bộ luật Xúc tiến Đầu tư Nước ngoài (FIPA) có hiệu lực vào

tháng 11-1998. Điều này sẽ cho phép các nhà đầu tư nước ngoài tận dụng những lợi thế của dịch vụ hoàn hảo và đối xử thống nhất trong cả nước.

Nhà nước đã đề ra nhiều chính sách ưu đãi khác nhau nhằm thúc đẩy đầu tư nước ngoài trực tiếp, trong đó có việc miễn giảm thuế. Ví dụ thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập đã được miễn hay giảm cho các doanh nghiệp công nghệ cao trong giai đoạn 7 năm. Chính phủ sẽ cho các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài được thuê các bất động sản tới 50 năm với giá ưu đãi và trong một số trường hợp không phải trả tiền thuê. Ngoài ra, một khu vực mậu dịch tự do sẽ được phát triển để hỗ trợ đầu tư trực tiếp nước ngoài quy mô lớn FDI. Chính phủ tiếp tục bãi bỏ những quy định hạn chế nhập khẩu và giảm số lượng các mặt hàng chịu thuế.

Ngành dịch vụ

Tự do hóa trong lĩnh vực dịch vụ gặp khó khăn do các ngành dịch vụ trong nước còn ít phát triển. Tuy nhiên, Chính phủ đã đơn phương tiến hành một số hoạt động cho việc mở cửa toàn diện. Ví dụ: ngành bảo hiểm nhân thọ đã được mở cửa hoàn toàn cho các nhà bảo hiểm nước ngoài tham gia.

Các ngân hàng nước ngoài được đối xử bình đẳng như các ngân hàng trong nước. Chính phủ cũng mở rộng cửa cho các nhà đầu tư nước ngoài trong các hoạt động bán lẻ và bán buôn mặc dù vẫn còn có những hạn chế trong một số khu vực. Thị trường quảng cáo trước đây chỉ dành cho các liên doanh có ít sự tham gia của nước ngoài thì hiện nay các nhà đầu tư nước ngoài hoàn toàn được tự do tham gia.

Quyền sở hữu trí tuệ

Chính phủ nhận ra rằng việc bảo vệ nghiêm túc quyền sở hữu trí tuệ là một điều kiện cần thiết cho sự phồn thịnh về công nghệ của đất nước và những quan hệ hợp tác kinh tế với các đối tác thương mại chủ chốt. Kết quả là từ năm 1987, Chính phủ đã thực hiện những cải cách cơ bản nhằm đẩy mạnh việc bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ.

Luật bản quyền mới đảm bảo cho cả các công trình nước ngoài và trong nước được bảo vệ đầy đủ. Bản quyền tác giả được tiếp tục bảo đảm trong thời gian 50 năm sau ngày tác giả đó mất. Ngoài ra, việc chống lại sự vi phạm bản quyền đã được mở rộng cho các sản phẩm phần mềm máy tính qua những quy định cụ thể.

Thị trường nông nghiệp

Cũng giống như nhiều nước khác, chính sách nông nghiệp ở Hàn Quốc chịu tác động mạnh mẽ về mặt xã hội và chính trị khiến khu vực này khó tự do hóa.

Việc Hàn Quốc nhạy cảm đối với lĩnh vực nông nghiệp xuất phát một phần từ thực tế là diện tích đất trồng được tính theo đầu chủ trại chỉ bằng 1/57 của Mỹ, điều này làm cho những chủ trang trại Hàn Quốc không thể cạnh tranh được như những chủ trang trại Mỹ. Tuy nhiên, Chính phủ Hàn Quốc đang nỗ lực mở cửa hơn nữa thị trường nông sản trong nước. Nỗ lực của Chính phủ cùng với những sáng kiến liên tục đều nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh cho ngành nông nghiệp của Hàn Quốc.

Tháng 12-1988, Chính phủ đã thành lập một ủy ban đặc biệt để xem xét lại các đề án về tự do hóa nhập khẩu nông nghiệp cho đến hết năm 1991. Các đề án được xem xét lại đã giúp tăng cường phạm vi tự do hóa và đẩy mạnh tốc độ mở cửa thị trường. Ngoài ra, trong vòng thương thuyết bàn tròn tổ chức tại Uruguay của Hiệp định chung về Thuế quan và Thương mại (GATT) đối với các sản phẩm nông nghiệp, Hàn Quốc đã cam kết nâng cao khả năng tiếp cận thị trường cho các sản phẩm nông nghiệp khác nhau.

3.2. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc

3.2.1. Kinh nghiệm phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.2.1.1. Trước khủng hoảng tài chính (1997-1998)

Nhằm đạt được các mục tiêu đề ra của quá trình công nghiệp hóa và hiện đại hóa, hướng tới xuất khẩu, ngân hàng trở thành kênh cung ứng vốn quan trọng cho nền kinh tế Hàn quốc⁸. Để khuyến khích xuất khẩu, Chính phủ Hàn Quốc tập trung cấp tín dụng với lãi suất thấp cho các ngành công nghiệp ưu tiên, thực hiện chuyển dịch cơ cấu, đến năm 1970, dư nợ cho vay ngành công nghiệp chế tạo chiếm 46,1% dư nợ ngân hàng (trong đó ngành công nghiệp hóa chất và chế tạo chiếm 22,6%) . Năm 1976, nhằm tiếp tục tăng cường xuất khẩu và khuyến khích

⁸ Năm 1960, tín dụng ngân hàng cung ứng vốn cho nền kinh tế là 30% đến thập niên 90 con số này tăng lên đến 60%.

ngân hàng nước ngoài đầu tư vào Hàn Quốc, chính phủ đã cho phép thành lập ngân hàng ngoại hối và ngân hàng xuất nhập khẩu.

Kể từ năm 1980, Chính phủ Hàn quốc can thiệp sâu hơn vào hệ thống các tổ chức tài chính nhằm thúc đẩy tự do hóa tài chính, qua đó hợp lý hóa việc huy động và phân phối các nguồn vốn. Đồng thời, trong thời gian này, Chính phủ hàn quốc đã có chủ trương tư nhân hóa các ngân hàng thương mại. Ngoài ngân hàng thương mại Hàn quốc đã được tư nhân hóa năm 1973, 4 ngân hàng còn lại trong số 5 ngân hàng thương mại lớn nhất đã được tư nhân hóa từ năm 1981 đến 1983. Cổ phần lớn nhất mà một cổ đông duy nhất có thể nắm giữ một ngân hàng được giới hạn ở mức 8% tổng số cổ phần để ngăn ngừa sự tập trung quyền sở hữu ngân hàng ở một số tập đoàn kinh doanh lớn.

Trong việc bắt nhịp với xu hướng quốc tế hóa trong những năm 1980, các ngân hàng thương mại Hàn quốc bắt đầu hướng vào mở rộng các dịch vụ tài chính mới. Các ngân hàng chú trọng phát triển những chi nhánh phụ thuộc như quản lý tiền ủy thác, đầu tư kinh doanh chứng khoán thông qua các công ty thành viên. Đồng thời giới thiệu những sản phẩm tài chính mới như thẻ tín dụng, hợp đồng mua lại, phát hành chứng chỉ tiền gửi và các công cụ khác. Bên cạnh đó, các ngân hàng thương mại cũng chú trọng đến việc ứng dụng tin học hóa trong kinh doanh ngân hàng nhằm giúp các tổ chức này giới thiệu các công cụ tài chính mới và nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Từ những năm cuối 1980s, đầu 1990s, các ngân hàng thương mại hàn quốc đã triển khai các dịch vụ ứng dụng tin học như hệ thống ATM, hệ thống trả lời tự động, hệ thống thanh toán Trong thời kì này, hàng loạt các ngân hàng thương mại ra đời góp phần đa dạng hóa nghiệp vụ kinh doanh, huy động, cho vay, đầu tư chứng khoán, dịch vụ ngân hàng... Đến năm 1995, Hàn Quốc đã có 25 ngân hàng thương mại với 209 chi nhánh ngân hàng ở nước ngoài, 7 ngân hàng lớn của Hàn Quốc được xếp vào trong danh sách 200 ngân hàng đứng đầu thế giới.

Qua quá trình nghiên cứu hệ thống ngân hàng thương mại Hàn quốc trong thời kì trước khủng hoảng tài chính 1997-1998, cho thấy:

Thứ nhất, hệ thống các tổ chức tài chính nói chung và các ngân hàng thương mại Hàn Quốc nói riêng đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ.

Thứ hai, hoạt động của các ngân hàng thương mại Hàn quốc nói riêng và hệ thống các tổ chức tài chính Hàn quốc nói chung chịu tác động lớn từ chính sách, chủ trương quốc tế hóa tài chính

Thứ ba, hoạt động của các ngân hàng thương mại Hàn quốc thiếu một cơ sở hạ tầng về luật lệ và chỉ dẫn thích hợp như những quy định về tỷ lệ vốn vay, thế chấp, giao dịch ngân hàng, cơ chế quản trị doanh nghiệp tài chính...

3.2.1.2. Sau khủng hoảng tài chính (1997-1998)

Sau khủng hoảng tài chính Đông Nam Á, Hàn Quốc đã tích cực cải tổ lại hệ thống các tổ chức tài chính ngân hàng của nước này và đã đạt được những thành tựu đáng kể. Nếu như năm 1998 Hàn Quốc được xếp ở vị trí cuối bảng về phát triển kinh tế của các nước thành viên trong tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD), thì năm 2000 với tốc độ tăng trưởng là 9,5 % Hàn Quốc đã vươn lên đạt tốc độ tăng trưởng ở vị trí cao nhất. Đối với lĩnh vực ngân hàng, xuất phát từ những yếu kém được coi là căn nguyên gây ra khủng hoảng tài chính tiền tệ, Chính phủ Hàn quốc đã có những cải cách theo hướng lành mạnh hoạt động của các định chế ngân hàng, cụ thể trên một số phương diện sau:

Thứ nhất, xóa bỏ các định chế tín dụng yếu kém, sát nhập một số ngân hàng có tình hình tài chính kém lành mạnh là những nhiệm vụ cải cách ưu tiên hàng đầu.

Thứ hai, để giải quyết vấn đề nợ khó đòi và tái cấp vốn cho các ngân hàng thương mại, tính đến cuối năm 2006, chính phủ Hàn quốc đã huy động số vốn lên tới 168.3 nghìn tỷ Won để mua lại các khoản nợ khó đòi và tái cấp vốn cho các ngân hàng

Thứ ba, tăng cường các quy định giám sát thận trọng hệ thống các tổ chức tài chính.

Thứ tư, tăng cường tính minh bạch thông tin.

Thứ năm, tăng cường các quy định quản trị doanh nghiệp tài chính.

3.2.1.3. Hệ thống ngân hàng thương mại Hàn quốc ngày nay

Đến cuối tháng 6/2006, hệ thống ngân hàng thương mại Hàn quốc bao gồm 7 ngân hàng toàn quốc, 6 ngân hàng địa phương và 36 chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Tất cả các ngân hàng đều triển khai hệ thống chi nhánh và đến nay tổng số chi nhánh trên toàn lãnh thổ khoảng 4,760 chi nhánh. Bảng 3.5 dưới đây cho thấy quy mô tài sản, các phương thức huy động và sử dụng vốn của các ngân hàng thương mại Hàn quốc.

Cho đến 8/2003, các ngân hàng thương mại Hàn quốc được phép thực hiện tất cả các dịch vụ của các ngân hàng hiện đại, kể cả các dịch vụ bán sản phẩm bảo hiểm (bancassurance), kinh doanh chứng khoán...

3.2.1.4. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Việc gia nhập WTO đã mở ra những cơ hội phát triển mới cho thị trường tài chính Việt Nam nói chung và cho các ngân hàng thương mại nói riêng. Tuy nhiên, bên cạnh đó, cũng đặt ra nhiều thách thức và rủi ro đối với các ngân hàng thương mại của Việt Nam. Qua kinh nghiệm xây dựng chính sách kinh tế và phát triển hệ thống ngân hàng Hàn quốc, trong tiến trình công nghiệp hóa và hội nhập kinh tế quốc tế cần rút ra những bài học kinh nghiệm sau :

Thứ nhất, hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc phân phối vốn, trước hết để thực hiện thành công công nghiệp hoá- hiện đại hóa, Chính phủ nên sớm có một khung pháp lý lành mạnh cho hệ thống các tổ chức tài chính, một khuôn khổ pháp lý và cơ chế giám sát hữu hiệu hỗ trợ cho hệ thống ngân hàng nội địa như chính sách của Hàn quốc sau khủng hoảng;

Thứ hai, trong tình hình hiện nay, việc sử dụng chính sách kinh tế vĩ mô cũng như những hạn chế mục tiêu là cần thiết để kìm chế sự bùng nổ cho vay, cho vay quá nhiều mà ngân hàng khó kiểm soát được chất lượng tín dụng, hoặc đẩy mạnh tín dụng phát triển kinh tế theo “kiểu bong bóng” là nguy cơ tổn thương của hệ thống ngân hàng. Cũng giống như tình trạng cho vay của các ngân hàng thương mại Hàn quốc trong thời kì trước khủng hoảng tài chính, trong vài năm gần đây, các ngân hàng thương mại Việt nam đã tăng trưởng nóng tín dụng, dư nợ tín dụng trong năm 2007 chiếm tới 95% so với GDP mà chủ yếu tập trung vào cho vay doanh nghiệp nhà nước, với kỹ năng quản trị rủi ro tín dụng yếu kém, rõ ràng nguy cơ rủi ro vỡ nợ khó có thể tránh khỏi⁹. Thêm vào đó, tính chung cả nội tệ và ngoại tệ, thì số vốn vay huy động ngắn hạn chuyển cho vay trung và dài hạn chiếm tới khoảng 50% tổng số vốn huy động ngắn hạn. Có thể khẳng định tỷ lệ này là quá cao so với mức quy định chỉ là 30%, đây sẽ là yếu tố gây rủi ro lớn vì sự lệch pha trong thời hạn vay và cho vay này có thể gây ra nguy cơ khủng hoảng cho toàn bộ hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam;

Thứ ba, xây dựng hệ thống ngân hàng có tiềm lực vững mạnh, nhanh chóng đa dạng các hình thức huy động vốn, cùng với đẩy mạnh phát triển thị trường tài chính nhằm khai thông vốn trong nước, đồng thời thu hút nguồn vốn nước ngoài để đáp ứng vốn và kỹ thuật cho quá trình công nghiệp hóa. So với các ngân hàng thương mại Hàn quốc nói riêng và các nước trong khu vực nói

⁹ Nguồn: Citibank, market commentary report: “Vietnam is more risk of a banking crisis, not a BOP crisis”, June 5, 2008

chung, thách thức lớn nhất đối với các ngân hàng thương mại Việt Nam nằm ở nội lực của chính các ngân hàng, với quy mô vốn nhỏ, nguồn nhân lực hạn chế, trình độ công nghệ còn chậm tiến so với các nước trong khu vực. Cụ thể là, vốn điều lệ của các ngân hàng đã tăng mạnh so với trước đây nhưng còn nhỏ bé so với thế giới và khu vực. Mức vốn tự có trung bình của một ngân hàng thương mại Nhà nước là 4.200 tỷ đồng, tổng mức vốn tự có của 5 ngân hàng thương mại Nhà nước chỉ tương đương với một ngân hàng cỡ trung bình trong khu vực. Hơn nữa, hệ số an toàn vốn bình quân của các ngân hàng thương mại Việt Nam thấp (dưới 5%), chưa đạt tỷ lệ theo yêu cầu của Ngân hàng Nhà nước và thông lệ quốc tế (8%)¹⁰. Hệ thống ngân hàng thương mại quốc doanh chiếm đến trên 75% thị trường huy động vốn đầu vào và trên 73% thị trường tín dụng.

Thứ tư, Ngân hàng Nhà nước cần “quy hoạch” lại hệ thống ngân hàng theo hướng thu hẹp và thanh lọc chứ không nên “rộng rãi” cho phép các tập đoàn kinh tế thành lập ngân hàng như hiện nay. Mặc dù đã có Quy chế thành lập ngân hàng thương mại cổ phần trong đó yêu cầu khắt khe về năng lực tài chính, bộ máy quản trị, điều hành đối với các ứng viên¹¹ nhưng việc thành lập một số ngân hàng từ các tập đoàn kinh tế như Ngân hàng Dầu khí, Ngân hàng FPT... sẽ có thể đẩy các ngân hàng thương mại vào tình thế không an toàn, rủi ro cao. Bởi lẽ, các công ty con của tập đoàn nắm giữ ngân hàng sẽ có thể tìm kiếm những ưu đãi vay vốn từ ngân hàng mình thay vì có thể vay từ các ngân hàng khác (thời hạn vay, chi phí vay vốn, dịch vụ tài chính rẻ hơn, sử dụng vốn vay vào các dự

¹⁰ TS. Lê Quốc Lý, “Phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Việt nam trong điều kiện hội nhập”, Học viện Tài chính, 8/2007

¹¹ Các điều kiện thành lập ngân hàng mới là, đến cuối 2008, vốn điều lệ ngân hàng tối thiểu là 1.000 tỷ đồng, sau ngày 31/12/2008, tất cả các ứng viên phải có vốn điều lệ từ 3.000 tỷ đồng; phải có tối thiểu 100 cổ đông tham gia, trong đó ít nhất 3 cổ đông sáng lập là tổ chức có quy mô tài sản từ 2.000 tỷ đồng và vốn điều lệ 500 tỷ đồng trở lên. Trong trường hợp cổ đông sáng lập là ngân hàng thương mại, phải đảm bảo tổng tài sản tối thiểu 10.000 tỷ đồng, vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng, tỷ lệ nợ xấu dưới 2%; mỗi cổ đông pháp nhân chỉ được phép sở hữu tối đa 20% vốn điều lệ, tỷ lệ sở hữu của cá nhân không quá 10% vốn điều lệ của ngân hàng.

án có rủi ro cao...). Qua kinh nghiệm của Hàn quốc cho thấy, việc thành lập các ngân hàng trực thuộc các tập đoàn Chaebol đã đẩy các ngân hàng thương mại này vào tình thế bị các Chaebol thao túng và đây cũng là một trong những nguyên nhân gây ra khủng hoảng tài chính tại Hàn quốc trước đây. Hơn nữa, Việt Nam đã có quá nhiều ngân hàng trong một nền kinh tế quy mô còn nhỏ, còn đang phát triển, trong khi sức cạnh tranh của các ngân hàng không có nhiều lợi thế riêng biệt như đã phân tích ở trên.

Thứ năm, khi năng lực hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt nam còn yếu kém, nhất là khi hệ thống ngân hàng chưa đủ khả năng phân phối tín dụng một cách hữu hiệu, việc tự do hóa thị trường tài chính ngắn hạn là rất nguy hiểm. Dòng vốn tư bản ngắn hạn ồ ạt gây hiện tượng “thừa vốn”, dẫn đến tình trạng lãng phí, hâm nóng thị trường bất động sản, và sự đảo ngược dòng vốn này gây ra bất ổn trong thị trường tài chính. Thực tế trong thời gian qua đã minh chứng cho điều này.

Thứ sáu, cần đa dạng hóa loại hình kinh doanh dịch vụ ngân hàng và triển khai các công cụ phòng ngừa rủi ro trong quản trị ngân hàng. Bài học từ các ngân hàng thương mại Hàn quốc cho thấy, ngoài nâng cao chất lượng hiệu quả từ dịch vụ ngân hàng bán buôn đối với các tập đoàn, công ty Hàn quốc, chính các ngân hàng thương mại nước này đã chủ động xây dựng hệ thống đánh giá khách hàng cá nhân, hộ gia đình để tăng cường hơn nữa chất lượng, hiệu quả dịch vụ ngân hàng bán lẻ. Thêm vào đó, việc triển khai các công cụ phòng ngừa rủi ro khác như thực hiện chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản.... cũng là những điểm sáng mà ngân hàng Việt nam cần học tập. Chính các ngân hàng thương mại Hàn quốc nhận thấy rằng đa dạng hóa loại hình dịch vụ ngân hàng là cách thức nhanh nhất tiếp cận khách hàng, nâng cao khả năng cạnh tranh và hiệu quả kinh doanh ngân hàng.

Thứ bảy, Qua kinh nghiệm của Hàn quốc, hệ thống ngân hàng thương mại Hàn quốc không ngừng ứng dụng công nghệ thông tin, đặc biệt trong lĩnh vực thanh toán nhằm phục vụ khách hàng một cách tốt nhất, đồng thời góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh ngân hàng. Chính vì vậy, hệ thống ngân hàng thương mại Việt nam cần tăng cường hiện đại hoá công nghệ ngân hàng và hệ thống thanh toán. Theo đó, cần tăng mức vốn đầu tư để trang bị kỹ thuật và công nghệ tiên tiến. Tuy nhiên, các dự án đầu tư công nghệ cần tính toán kỹ lưỡng để sử dụng công suất phù hợp với chiến lược mở rộng kinh doanh của ngân hàng;

Thứ tám, cần có sự can thiệp kịp thời của Chính phủ đối với hệ thống ngân hàng, mở rộng tín dụng và thực hiện chính sách ưu đãi lãi suất đối với những mặt hàng, ngành công nghiệp ưu tiên hướng đến xuất khẩu, nhằm tạo động lực chuyển dịch cơ cấu kinh tế. Vấn đề hỗ trợ lãi suất cho tín dụng cần phải có chương trình hành động bước đi thích hợp với những chỉ tiêu cụ thể, với kinh nghiệm của Hàn quốc cần phải có chế độ kiểm soát chặt chẽ các khoản tín dụng để tránh nguy cơ thất thoát vốn. Tuy nhiên nếu sự can thiệp quá mức mang tính áp đặt của Chính phủ vào hoạt động ngân hàng sẽ trở nên bị gò bó, thiếu tính linh động, gây khó khăn cho ngân hàng trong tiến trình hội nhập quốc tế.

Cuối cùng, theo kinh nghiệm của Hàn Quốc cũng như một số nước khác như Thái Lan ... nên thành lập ngân hàng xuất nhập khẩu tài trợ những ngành nghề then chốt trọng điểm hướng đến xuất khẩu và đổi mới công nghệ. Nghiên cứu về thực tiễn chính sách phát triển kinh tế và ngân hàng tại Hàn quốc và một số nước khác trong khu vực đã chứng minh hội nhập kinh tế quốc tế và thực hiện công nghiệp hóa là con đường tất yếu khách quan để các nước thoát khỏi đói nghèo lạc hậu. Tín dụng ngân hàng đóng vai trò quan trọng hàng đầu giải quyết nhu cầu vốn cho sự nghiệp công nghiệp hóa. Từ đặc điểm kinh tế xã hội Việt Nam cùng với việc phát huy những kinh nghiệm quý báu là những bài

học cần thiết để phát triển hệ thống ngân hàng, khai thác, huy động và sử dụng vốn có hiệu quả trong quá trình thực hiện công nghiệp hóa – hiện đại hóa Việt Nam.

3.2.2. Kinh nghiệm phát triển các ngân hàng đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính, thị trường chứng khoán Hàn quốc đã phát triển ổn định, bền vững và đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc huy động vốn cho nền kinh tế. Nếu như năm 1990 giá trị giao dịch cổ phiếu bình quân tháng chỉ là 4,5 nghìn tỷ Won thì đến tháng 6 năm 2006 con số này đã là 84.1 nghìn tỷ Won, giá trị giao dịch trái phiếu cũng tăng tương ứng từ 3,2 nghìn tỷ Won lên tới 32,4 nghìn tỷ Won. Qua nghiên cứu cho thấy, ở một số nước, mặc dù với thị trường chứng khoán chưa phát triển và hệ thống các tổ chức tài chính vẫn dựa vào ngân hàng, nhưng khu vực doanh nghiệp ở đây lại dựa rất nhiều vào các nguồn đầu tư từ chứng khoán. Ở Hàn quốc 90% số vốn đầu tư trong 50 tập đoàn hàng đầu có cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán trong suốt thập niên 1980 được tài trợ từ các nguồn vốn từ thị trường chứng khoán cho doanh nghiệp. Ở Hàn quốc và một số nước việc huy động vốn qua thị trường chứng khoán ngày càng trở nên có ý nghĩa hơn. Có được thành quả này phải kể đến sự nỗ lực của chính phủ Hàn quốc trong việc cải thiện môi trường đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh trong suốt thời gian vừa qua trong đó có sự đóng góp không nhỏ của các định chế đầu tư.

Qua nghiên cứu sự phát triển các ngân hàng đầu tư Hàn quốc mà đặc trưng là các công ty chứng khoán, các công ty quản lý tài sản và công ty tư vấn đầu tư, có thể đưa ra một số nhận xét và trên cơ sở đó làm nền tảng bài học kinh nghiệm cho Việt Nam như sau:

Thứ nhất, để các trung gian đầu tư Hàn quốc vận hành một cách hiệu quả và ngày càng phát triển, đóng vai trò quan trọng trong kênh dẫn vốn trực tiếp cho nền kinh tế, trước hết Hàn quốc đã xây dựng một *hệ thống luật pháp lành mạnh, tạo hành lang pháp lý thuận lợi cho sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung và cho các thành viên tham gia thị trường nói riêng*. Trước khi sản phẩm phái sinh đầu tiên được chính thức ra đời, Hàn Quốc đã ban hành Luật giao dịch Hợp đồng tương lai năm 1995. Trong quá trình phát triển của thị trường phái sinh, Hàn Quốc luôn tiến hành sửa đổi, bổ sung các điều luật của mình cho phù hợp với sự điều kiện mới. Luật chứng khoán mới của Hàn Quốc đã chính thức có hiệu lực năm 2004, và trong năm 2007, Hàn Quốc đã ban hành Luật Thị trường vốn và Dịch vụ đầu tư tài chính để phù hợp với những điều kiện mới. Luật Kinh doanh Tín thác đầu tư chứng khoán ra đời kể từ năm 1969 nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư và tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động đầu tư chứng khoán cho công chúng. Để thực hiện được yêu cầu này, Luật kinh doanh Tín thác đầu tư chứng khoán đã quy định rõ các loại hợp đồng đầu tư tín thác, giấy phép hoạt động của công ty quản lý quỹ tín thác, và phạm vi hoạt động của các công ty quản lý. Luật này cũng đưa ra những quy định nghiêm cấm hành vi trao đổi nhân sự và thông tin giữa công ty quản lý quỹ và công ty thực hiện kinh doanh chứng chỉ quỹ. Luật Công ty đầu tư chứng khoán bắt đầu có hiệu lực kể từ tháng 9 năm 1998 nhằm cung cấp cho nhà đầu tư có nhiều lựa chọn, đa dạng hóa các công cụ đầu tư và phát triển thị trường vốn Hàn quốc.

Mặc dù Việt nam đã xây dựng được một hệ thống pháp luật tạo môi trường pháp lý cho thị trường tài chính ra đời và phát triển. Luật Ngân hàng Nhà nước Việt nam, Luật các tổ chức tín dụng, Luật chứng khoán, Luật các công cụ chuyển nhượng, Luật Ngân sách, các luật thuế... và hàng loạt các Nghị định, Thông tư của Chính phủ hướng dẫn cụ thể để thi hành luật. Tuy nhiên cho đến nay rất nhiều luật liên quan đến hệ thống các tổ chức tài chính và thị trường tài

chính cần sửa đổi và sửa chữa nhất là các luật, liên quan đến Ngân hàng, tiền tệ, chứng khoán v.v...

Thứ hai, chính phủ đã có chủ trương *mở cửa thị trường vốn và khuyến khích đầu tư nước ngoài, trong đó có đầu tư gián tiếp vào thị trường chứng khoán đã mang lại những cơ hội to lớn trong việc nâng cao năng lực cạnh tranh dịch vụ đầu tư của các trung gian đầu tư Hàn quốc*. Nhận định này được xem xét trên những khía cạnh sau:

- *Chính sách mở rộng tỷ lệ sở hữu doanh nghiệp cho các nhà đầu tư nước ngoài*. Năm 1992, các nhà đầu tư nước ngoài được phép đầu tư trực tiếp vào thị trường chứng khoán Hàn Quốc, nhưng chính phủ vẫn đưa ra mức trần trong tỷ lệ sở hữu. Năm 1993, người dân Hàn Quốc được cho phép đầu tư vào các chứng khoán nước ngoài. Năm 1994, người nước ngoài được phép mua trái phiếu chính phủ Hàn Quốc với mức lãi suất thế giới và họ cũng được mua các dạng trái phiếu gắn với vốn (equity-linked bonds) do các doanh nghiệp vừa và nhỏ của Hàn Quốc phát hành. Tháng 1 năm 1997, người nước ngoài được phép mua trái phiếu dài hạn không đảm bảo (non-guaranteed long-term bonds) do các doanh nghiệp vừa và nhỏ phát hành cũng như được mua trái phiếu có thể chuyển đổi không đảm bảo (non-guaranteed convertible bonds) do các doanh nghiệp lớn phát hành
- Chính phủ Hàn quốc bãi bỏ mức khống chế trần trong các khoản đầu tư danh mục ở nước ngoài của các nhà đầu tư từ các định chế tài chính trong nước..
- *Sử dụng công cụ miễn giảm thuế đối với đầu tư gián tiếp nước ngoài* nhằm khuyến khích đầu tư nước ngoài vào thị trường vốn Hàn quốc. Theo luật khuyến khích nước ngoài, công ty chứng khoán nước ngoài khi được Bộ Kinh tế Tài chính thông qua, được phép đầu tư vốn vào công ty

chứng khoán liên doanh của Hàn quốc. Theo đó, các khoản thuế thu nhập, thuế doanh nghiệp, thuế đầu tư được giảm hoặc miễn thuế¹²

Thứ ba, *cơ sở hạ tầng là một trong những điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung và các trung gian đầu tư nói riêng.* Hệ thống giao dịch, thanh toán bù trừ cho thị trường chứng khoán, kể cả thị trường tương lai. Từ việc các công cụ đầu tư được giao dịch trên hai thị trường KSE và KOFEX, các giao dịch đã được chuyển hết về KOFEX năm 2004 và thống nhất vào Sở giao dịch KRX năm 2005, đưa KRX thành một trong những thị trường phái sinh lớn nhất toàn cầu. Hàn Quốc cũng là quốc gia dẫn đầu thế giới về giao dịch chứng khoán qua mạng. Cơ sở hạ tầng cho giao dịch qua mạng rất phát triển ở Hàn Quốc. Số người sử dụng Internet đã tăng từ 1,7 triệu người năm 1997 lên đến 20,4 triệu người năm 2001. Giao dịch qua mạng ở Hàn Quốc, do vậy, cũng phát triển nhanh chóng từ năm 1999. Doanh số giao dịch online trên tổng giao dịch tăng từ 1,9% năm 1998 lên 46,6% năm 2000 và 52,3% năm 2003. Mặc dù rất phát triển, tuy nhiên, cơ sở hạ tầng của Hàn Quốc cho thị trường OTC vẫn chưa đáp ứng nhu cầu. Tốc độ phát triển nhanh chóng của thị trường OTC đã vượt quá điều kiện cơ sở hạ tầng về giao dịch điện tử và tiêu chuẩn hóa chứng từ. Cơ sở hạ tầng hiện có chưa đủ điều kiện hỗ trợ cho các giao dịch Theo BIS, mức độ sử dụng giao dịch điện tử đối với chứng khoán OTC ngày càng tăng trên thế giới, điều này giúp làm giảm chi phí và rủi ro hoạt động. Tuy nhiên, ở Hàn Quốc sản phẩm giao dịch điện tử cho các sản phẩm OTC vẫn chưa được phát triển. Điều này cũng hạn chế đến sự phát triển của thị trường OTC Hàn Quốc.

Thứ tư, *đa dạng hóa các công cụ đầu tư, giới thiệu nhiều công cụ mới để tăng tính thanh khoản và hiệu quả của thị trường, hấp dẫn các nhà đầu tư.* Bên cạnh việc phát triển các công cụ chính, Hàn Quốc cũng không ngừng đa dạng hóa các công cụ phái sinh, tuy nhiên, khối lượng giao dịch trên thị trường vẫn còn tập

¹² Luật Khuyến khích đầu tư nước ngoài Hàn quốc sửa đổi tháng 2 năm 1997

trung vào một số công cụ nhất định. Trên thị trường KRX, khối lượng giao dịch chủ yếu xoay quanh hợp đồng tương lai và quyền chọn KOSPI 200. Những sản phẩm như quyền chọn đối với cổ phiếu đơn lẻ được giao dịch rất ít. Điều này cũng ngăn cản nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường tập trung.

Kết luận

Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, sự phát triển vững chắc của một TTCK phụ thuộc rất lớn vào hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, vào môi trường pháp lý, vào kỹ thuật nghiệp vụ vận hành thị trường, tổ chức thị trường. Thực tế cũng cho thấy sự đa dạng, phong phú, có kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường có ảnh hưởng rất quan trọng đến việc thúc đẩy TTCK phát triển. Bởi vậy việc khuyến khích, tạo điều kiện cho việc thành lập mới và đi vào hoạt động có hiệu quả của các Công ty kinh doanh chứng khoán, cũng như các quỹ đầu tư,... là hết sức cần thiết trong chiến lược đẩy nhanh sự phát triển vững chắc của Thị trường chứng khoán.

3.2.3. Kinh nghiệm phát triển các tổ chức tín dụng phi ngân hàng ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Từ năm 2000 đến nay, vị trí, vai trò của các định chế tài chính phi ngân hàng, đặc biệt là tập đoàn tài chính Hàn Quốc đối với nền kinh tế đất nước ngày càng được khẳng định, thực sự đóng vai trò trụ cột trong nền tài chính - tiền tệ quốc gia.

Hoạt động của các trung gian tài chính phi ngân hàng đã giúp Hàn quốc duy trì sự ổn định của khu vực tài chính, thúc đẩy thị trường tài chính trở nên cạnh tranh và hiệu quả hơn; lành mạnh hoá môi trường đầu tư và tăng lòng tin về thị trường tài chính. Mở rộng cơ hội đầu tư trong và ngoài nước vào thị trường tài chính thông qua việc tăng cường các hoạt động mua bán sáp nhập, liên kết, liên minh giữa các định chế tài chính. Thúc đẩy quá trình hiện đại hoá các dịch vụ tài

chính theo thông lệ quốc tế, nhất là khuyến khích phát triển các dịch vụ mới, tăng cường trao đổi với các quốc gia phát triển như Mỹ, Anh, Nhật Bản có mô hình tương tự.

Cho đến nay, hệ thống các tổ chức tài chính Hàn quốc đã có những thay đổi mạnh mẽ về cấu trúc, theo đó, các loại hình trung gian tài chính phi ngân hàng bao gồm nhiều chủng loại từ các tổ chức nhận tiền gửi phi ngân hàng¹³; Định chế bảo hiểm¹⁴; tập đoàn tài chính.

Qua nghiên cứu thực tiễn của các tổ chức trung gian tài chính phi ngân hàng Hàn quốc cho thấy, hoạt động của các định chế tài chính này đã giúp nhà nước duy trì sự ổn định của khu vực tài chính, thúc đẩy thị trường tài chính Hàn Quốc trở nên cạnh tranh và hiệu quả hơn; lành mạnh hoá môi trường đầu tư và tăng lòng tin về thị trường tài chính. Mở rộng cơ hội đầu tư trong và ngoài nước vào thị trường tài chính thông qua việc tăng cường các hoạt động mua bán sáp nhập, liên kết, liên minh giữa các định chế tài chính. Thúc đẩy quá trình hiện đại hoá các dịch vụ tài chính theo thông lệ quốc tế, nhất là khuyến khích phát triển các dịch vụ mới, tăng cường trao đổi với các quốc gia phát triển như Mỹ, Anh, Nhật Bản có mô hình tương tự. Chính vì vậy, có thể rút ra một số bài học sau cho Việt nam

Thứ nhất, để các trung gian tài chính phi ngân hàng Hàn quốc vận hành một cách hiệu quả và ngày càng phát triển, đóng vai trò quan trọng trong kênh dẫn vốn trực tiếp cho nền kinh tế, trước hết Hàn quốc đã xây dựng một *hệ thống luật pháp, tạo hành lang pháp lý lành mạnh cho sự phát triển của các trung gian tài chính, trên cơ sở đó, góp phần phát triển thị trường tài chính Hàn quốc*. Ví dụ, các tập đoàn tài chính Hàn Quốc sở dĩ hoạt động và phát triển trong thời gian

¹³ Chủ yếu bao gồm: Công ty ngân hàng bán buôn, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ

¹⁴ Bao gồm: Công ty bảo hiểm nhân thọ, công ty bảo hiểm phi nhân thọ và công ty bảo hiểm bur điện và bảo hiểm khác

gần đây là do có sự ra đời của Luật Sáp nhập các định chế tài chính và Luật công ty mẹ năm 2000. Đây chính là nền tảng pháp lý căn bản để hình thành 04 tập đoàn tài chính Hàn Quốc thông qua sự sáp nhập các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính suốt 7 năm qua như đã trình bày ở trên. Quá trình mua bán sáp nhập đã củng cố cả về quy mô và chất lượng của các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính; tạo nên những doanh nghiệp nòng cốt, có vai trò động lực trong khu vực dịch vụ tài chính; thúc đẩy thị trường tài chính Hàn Quốc trở nên cạnh tranh và hiệu quả hơn.

Thứ hai, *nâng cao vai trò quản lý nhà nước đối với hoạt động của các trung gian tài chính*, đặc biệt là đối với các tập đoàn tài chính trong thời gian gần đây. Thực tế cho thấy, sự ra đời của Ủy ban Giám sát Tài chính cùng các khung pháp lý vận hành các tập đoàn tài chính theo hướng tạo điều kiện kinh doanh bình đẳng là yếu tố quyết định để tập đoàn hoạt động ngày càng hiệu quả. Công ty mẹ của tập đoàn tài chính là công ty đại chúng phi ngân hàng với duy nhất một cổ phiếu của công ty mẹ nắm vốn đầu tư vào các công ty con bao gồm ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán và các công ty hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ tài chính khác. Chiến lược đầu tư, quyết định đầu tư, thay đổi nhân sự cấp cao của tập đoàn tài chính đều được Ủy ban Giám sát Tài chính theo dõi, giám sát và kịp thời đưa ra quyết định phù hợp luật pháp trên cơ sở năng lực nội tại của từng tập đoàn, sự phù hợp nhu cầu thực tiễn của thị trường.

Thứ ba, chính phủ đã có chủ trương *mở cửa thị trường tài chính và khuyến khích đầu tư nước ngoài giúp nâng cao năng lực cạnh tranh dịch vụ tài chính của các trung gian tài chính phi ngân hàng của Hàn quốc*. Sự ra đời của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia với việc khuyến khích sở hữu nước ngoài qua hợp đồng chiến lược với các định chế tài chính trong nước (giới hạn sở hữu cổ phần có thể lên đến 100%) và các tập đoàn tài chính tạo kênh thông tin giám sát riêng biệt đối với các định chế có hoạt động tài chính đa năng...nhờ đó tăng năng lực

phòng ngừa các rủi ro mang tính hệ thống. Xây dựng và phát triển Ủy ban Giám sát tài chính thành cơ quan hoạt động với chức năng định hướng và hỗ trợ các tập đoàn tài chính trong việc phát triển dịch vụ tài chính và năng lực quản trị điều hành, quản trị rủi ro; cấp phép cho các doanh nghiệp kinh doanh bán chéo sản phẩm; phát triển thị trường cho các định chế tài chính phi ngân hàng như Quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ đầu tư tư nhân, dịch vụ quản lý tài sản và các dịch vụ tài chính tiêu dùng...

Thứ tư, *đa dạng hóa các sản phẩm tài chính, giới thiệu nhiều công cụ mới để tăng tính thanh khoản và hiệu quả dịch vụ tài chính thu hút khách hàng*. Các thức huy động và sử dụng nguồn vốn của các định chế bảo hiểm một cách khôn ngoan, an toàn khi đầu tư chủ yếu vào chứng khoán ngắn hạn của chính phủ, nhằm tăng tính thanh khoản, giảm thiểu rủi ro tín dụng đối với các khoản cho vay có chọn lọc, tăng cường liên kết phân phối sản phẩm tài chính (bancassurance) giữa các định chế tài chính trong thời gian qua phần nào giải thích được các tổ chức này đứng vững trước cơn bão khủng hoảng tài chính thế giới trong thời gian qua. Đây cũng có thể coi là bài học kinh nghiệm cho các công ty bảo hiểm Việt nam trong thời kì hội nhập kinh tế thế giới.

3.3. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.3.1. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm tài chính mới trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.3.1.1. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc

Hàn Quốc vào đầu thập niên 1960 là nước kém phát triển nhưng sau đó đã vượt qua giai đoạn phát triển ban đầu và thành công trong giai đoạn phát triển bền vững, trở thành nước tiên tiến trong thời gian rất ngắn. Các hoạt động trên thị trường tiền tệ diễn ra chủ yếu thông qua hoạt động ngân hàng vì các ngân

hàng là chủ thể quan trọng nhất trong việc cung cấp và sử dụng vốn ngắn hạn. Trong giai đoạn trước năm 2002, ngành tài chính Hàn Quốc vẫn được đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ. Hệ thống các tổ chức tài chính ở Hàn Quốc được định chế thành ba loại: Ngân hàng Trung ương, các Ngân hàng thương mại và chuyên doanh và các tổ chức tài chính phi ngân hàng.

Một đặc điểm nổi bật trong các hoạt động kinh doanh ngân hàng ở Hàn Quốc là mỗi ngân hàng đều duy trì một tài khoản ủy thác tách biệt với tài khoản ngân hàng. Kinh doanh ủy thác của ngân hàng có hai loại: ủy thác tiền tệ và ủy thác đầu tư chứng khoán. Ủy thác tiền tệ là một loại khế ước tương tự như tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn và không kỳ hạn. Chính phủ Hàn Quốc cho phép các ngân hàng kinh doanh ủy thác tiền tệ để duy trì sức cạnh tranh trên thị trường. Trong trường hợp ủy thác đầu tư chứng khoán, các ngân hàng thương mại hoạt động như người giám sát các khoản tiền của những người ủy thác trong các công ty ủy thác đầu tư chứng khoán.

3.3.1.2. Một số bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam

Từ thực tiễn phát triển thị trường tiền tệ và các sản phẩm trên thị trường tiền tệ ở Hàn Quốc, chúng ta rút ra bài học kinh nghiệm như sau:

Thứ nhất, Chính phủ Việt Nam cần phải duy trì và định hướng mục tiêu tăng trưởng kinh tế thông qua chiến lược trong từng giai đoạn nhất định. Việc xác định mục tiêu tăng trưởng kinh tế có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong việc phát triển thị trường tiền tệ. Từ đó, Chính phủ có thể hoạch định được các đường lối chính sách một cách rõ ràng, các chủ thể khác trên thị trường tiền tệ cũng có thể trù tính kế hoạch tương lai cho mình, tránh những thiệt hại đáng tiếc.

Thứ hai, Chính phủ cần phải nhanh chóng và thích nghi trong việc hoạch định chính sách. Chính phủ Hàn Quốc đã vượt qua được cuộc khủng hoảng tài

chính năm 1997- 1998 một cách khá thành công là nhờ sự phản ứng kịp thời và thích nghi nhanh chóng.

Thứ ba, Việt Nam cần phải học tập kinh nghiệm của chính phủ Hàn Quốc trong việc hợp tác giữa chính phủ và giới kinh doanh. Chính phủ Hàn Quốc đều tham khảo ý kiến của giới kinh doanh hầu như về tất cả các chính sách tiền tệ tài chính quan trọng, trong khi đó.

Thứ tư, Việt Nam cần phát huy được vai trò của các Tổng công ty, các tập đoàn trong nước để có thể tận dụng được nguồn lực xã hội, thúc đẩy tăng trưởng thị trường tiền tệ một cách bền vững. Trên thực tế, các Chaebol của Hàn Quốc đã trở thành bộ xương sống của nền kinh tế Hàn Quốc. Các Chaebol đã có tiềm lực cực kỳ mạnh mẽ, đến mức có thể kiểm soát cả lĩnh vực kinh tế chính trị xã hội và các hoạt động trên thị trường tài chính nói riêng. .

Thứ năm, về vấn đề nguồn nhân lực, Hàn Quốc đã lựa chọn được các cán bộ lãnh đạo có tri thức và tận tâm, làm việc liên tục và cống hiến hết mình vì sự phát triển của đất nước. Điều này tại Việt Nam chưa thực sự nổi bật khi Chính phủ chưa sử dụng hiệu quả nguồn nhân lực chất lượng cao trong lĩnh vực tài chính- ngân hàng, chưa có sự tham vấn các nhà kinh doanh có tri thức và kinh nghiệm.

3.3.2. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Thị trường trái phiếu Hàn Quốc là thị trường lớn thứ hai ở châu Á sau Nhật Bản. Tính tới cuối năm 2007, tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành lên tới 1313,81 tỷ USD. Thị trường trái phiếu đóng vai trò quan trọng trong quá trình huy động vốn phục vụ công nghiệp hóa nền kinh tế Hàn Quốc. Các nhà phát hành trái phiếu chủ yếu là các nhà sản xuất công nghiệp sử dụng trái phiếu cùng với cổ phiếu và vốn vay ngân hàng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình; các doanh nghiệp phát triển cơ sở hạ tầng chủ yếu sử dụng trái phiếu để huy

động vốn dài hạn; chính quyền địa phương và trung ương cũng sử dụng trái phiếu để tài trợ cho các khoản chi tiêu thâm hụt ngân sách. Ngân hàng và các công ty đầu tư tín thác là những nhà đầu tư chủ yếu trên thị trường trái phiếu. Trái phiếu chiếm một tỷ trọng lớn trong tài sản đầu tư của họ.

Trái phiếu Hàn Quốc có thể được chia làm 5 loại chủ yếu: trái phiếu chính phủ; trái phiếu bình ổn tiền tệ do Ngân hàng Hàn Quốc phát hành; trái phiếu doanh nghiệp; trái phiếu do các định chế tài chính phát hành; và trái phiếu khác bao gồm trái phiếu phát hành cho các mục tiêu cụ thể do các cơ quan chính phủ và chính quyền địa phương phát hành.

Thị trường trái phiếu ở Việt Nam bao gồm tín phiếu kho bạc, trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp, chứng chỉ tiền gửi và các chứng khoán nợ có giá trị khác. Trong đó, trái phiếu chính phủ chiếm thị phần lớn cả về khối lượng và giá trị giao dịch.

Qua nghiên cứu kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn quốc, có thể rút ra một số bài học cho thị trường trái phiếu chính phủ Việt nam như sau:

- Thứ nhất, cần thực hiện tốt công tác phát hành trái phiếu chính phủ trên thị trường sơ cấp.
- Thứ hai, phát triển thị trường trái phiếu chính phủ tập trung hoạt động dựa trên hệ thống giao dịch điện tử ngay từ đầu, từ đó tăng khả năng thanh khoản cũng như nâng cao tính minh bạch của thị trường phi tập trung.
- Thứ ba, tiếp tục hoàn thiện thị trường trái phiếu chính phủ chuyên biệt

3.3.3. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Thị trường trái phiếu Hàn Quốc là thị trường lớn thứ hai ở châu Á sau Nhật Bản. Tính tới cuối năm 2007, tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành lên tới 1313,81 tỷ USD. Thị trường trái phiếu đóng vai trò quan trọng trong quá trình huy động vốn phục vụ công nghiệp hóa nền kinh tế Hàn Quốc. Các nhà phát hành trái phiếu chủ yếu là các nhà sản xuất công nghiệp sử dụng trái phiếu cùng

với cổ phiếu và vốn vay ngân hàng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình; các doanh nghiệp phát triển cơ sở hạ tầng chủ yếu sử dụng trái phiếu để huy động vốn dài hạn; chính quyền địa phương và trung ương cũng sử dụng trái phiếu để tài trợ cho các khoản chi tiêu thâm hụt ngân sách. Ngân hàng và các công ty đầu tư tín thác là những nhà đầu tư chủ yếu trên thị trường trái phiếu. Mặc dù ở trình độ phát triển cao hơn, thị trường tài chính Hàn Quốc nói chung, thị trường trái phiếu nói riêng có khá nhiều điều kiện phát triển tương đồng với Việt Nam, đặc biệt là các chính sách áp chế tài chính của Hàn Quốc là nguyên nhân dẫn đến sự phát triển mất cân đối của thị trường tài chính Hàn Quốc, tạo tiền đề cho khủng hoảng tài chính xuất hiện khi có tác động của các cú sốc từ bên ngoài. Việc nghiên cứu kinh nghiệm Hàn Quốc sẽ giúp Việt Nam phát triển vững chắc thị trường trái phiếu nói chung, thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng dựa trên những bài học về thành công cũng như thất bại của thị trường trái phiếu Hàn Quốc.

Thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn đang ở trong giai đoạn phát triển sơ khai nên vẫn còn nhiều điểm hạn chế so với Hàn Quốc:

- *Thứ nhất, số lượng các doanh nghiệp phát hành trái phiếu còn rất nhỏ, giới hạn trong các tập đoàn, tổng công ty lớn như: PetroVietnam, Tổng công ty cao su, Vinashin, Tổng công ty Điện lực (EVN), Lilama, Tổng công ty Thép Việt Nam, Vilexim, Tổng Công ty cổ phần xây dựng điện Việt nam, Tổng công ty Sông Đà và Vinaconex...*
- *Thứ hai, Không có tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp, là rào cản cho các doanh nghiệp nhỏ khi phát hành trái phiếu*
- *Thứ ba, Thiếu vắng các nhà tạo lập thị trường*
- *Thứ tư, tính thanh khoản của thị trường trái phiếu thấp*

Để có thể phát triển thị trường trái phiếu nói chung, phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng, Việt Nam có thể học được rất nhiều bài học từ quá trình cải tổ thị trường trái phiếu Hàn Quốc:

Thứ nhất, phát triển thị trường trái phiếu chính phủ là nền tảng để phát triển thị trường trái phiếu. Thị trường trái phiếu Hàn Quốc đi theo phương pháp phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trước rồi mới phát triển thị trường

trái phiếu chính phủ. Điều này, ngược qui luật phát triển thông thường và chính phủ Hàn Quốc cuối cùng đã phải điều chỉnh theo qui luật phát triển chung.

Thứ hai, lãi suất tham khảo đóng vai trò quan trọng trong việc xác lập giá cả thị trường trái phiếu. Để có lãi suất tham khảo phản ánh đúng qui luật thị trường, chính phủ cần xóa bỏ các phương pháp xác định lãi suất cưỡng ép, không tuân thủ nguyên tắc thị trường như áp đặt lãi suất trần, và không xác định lãi suất dựa trên cơ sở đầu giá.

Thứ ba, cần coi trọng “chất lượng tín dụng” của trái phiếu doanh nghiệp, đóng một vai trò quan trọng trong việc ổn định tài chính của một nền kinh tế. Khi chất lượng tín dụng của trái phiếu doanh nghiệp thực chất biến động trong suốt quá trình tái cơ cấu khu vực doanh nghiệp, thì những điều kiện tài chính nói chung trên thị trường này chắc chắn sẽ xấu đi nhanh chóng trong thời gian đó. Tuy nhiên, một đặc trưng trong kinh nghiệm của Hàn Quốc là có một sự tăng mạnh trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp không được đảm bảo trong suốt quá trình cải tổ khu vực doanh nghiệp.

Thứ tư, cần áp dụng phương pháp bù theo thị trường (mark-to-market) trong định giá trái phiếu để các nhà đầu tư, đặc biệt là các quỹ đầu tư phải giám sát chặt chẽ các biến số kinh tế vĩ mô và có các biện pháp phòng vệ rủi ro lãi suất cần thiết, tránh trường hợp đổ vỡ hệ thống. Việc duy trì những nguyên tắc kế toán về định giá chi phí trước đây đối với các ITCs chỉ tác động một phần lên việc đầu tư ồ ạt vào các giấy chứng nhận lợi ích dạng trái phiếu của các ITCs cũng như sự rút vốn ồ ạt diễn ra sau đó. Ngược lại hoàn toàn với tình trạng này, việc lãi suất trái phiếu tăng mạnh trong thời gian gần đây vào tháng 1, tháng 2 và tháng 6- tháng 10/2005 đã không gây ra một sự rút vốn từ các giấy chứng nhận lợi ích của các ITCs, phần lớn là do các nguyên tắc kế toán chi phí trước đây đã bị loại bỏ và thay vào đó là những nguyên tắc bù theo dấu hiệu thị trường (mark-to-market accounting).

Thứ năm, để trái phiếu có thể phát hành thành công cần nhấn mạnh vai trò của các nhà kinh doanh trái phiếu sơ cấp. Bên cạnh đó, để trái phiếu sau phát hành có tính thanh khoản cao trên thị trường thứ cấp thì cần chú trọng vai trò của nhà tạo lập thị trường.

Thứ sáu, cần xây dựng hệ thống chỉ số để giám sát thay đổi của thị trường tạo điều kiện cho các thành viên tham gia thị trường có điều kiện theo dõi và dự đoán diễn biến thị trường, kịp thời điều chỉnh danh mục đầu tư.

Thứ bảy, cần phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm làm cơ sở để đánh giá rủi ro tín dụng và xác định lãi suất yêu cầu đối với từng trái phiếu có mức rủi ro tín dụng khác nhau.

Thứ tám, cần thực hiện minh bạch hóa thị trường, ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát trên cơ sở thực hiện chính sách tiền tệ theo mục tiêu lạm phát. Kiểm chế lạm phát là điều kiện tiên quyết để thị trường trái phiếu phát triển.

3.3.4. Kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

3.3.4.1. Kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc

Thị trường cổ phiếu Hàn Quốc phát triển rất mạnh mẽ trong những năm gần đây, là một trong những thị trường sôi động nhất tại châu Á. Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 với sự phá giá mạnh của đồng Won và sự chao đảo dữ dội trên thị trường chứng khoán đã dẫn tới sự tháo chạy của các nhà đầu tư cũng như sự sụp đổ toàn diện của nền kinh tế Hàn Quốc. Tuy nhiên, Hàn Quốc đã khôi phục hoàn toàn sau cuộc khủng hoảng và thị trường chứng khoán Hàn Quốc lại trở thành nơi thu hút rất nhiều nhà đầu tư và ngày càng phát triển bền vững.

Thị trường chứng khoán nói chung cũng như thị trường cổ phiếu nói riêng để có thể phát triển cần có nhiều nhân tố hỗ trợ như: khung pháp lý cần phải được hoàn thiện, sự hỗ trợ của Chính phủ, mô hình phát triển, chính sách gia tăng số lượng cổ phiếu, khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức, cung cấp cơ sở vật chất hiện đại và các công cụ đánh giá. Kinh nghiệm trong những năm qua của Hàn Quốc thực sự rất hữu ích cho các thị trường chứng khoán mới nổi ở Châu Á, đặc biệt là Việt Nam chúng ta.

Thứ nhất, kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, việc tạo môi trường pháp lý đầy đủ và phù hợp là yếu tố rất quan trọng làm cho thị trường chứng khoán cũng như thị trường cổ phiếu có thể duy trì và phát triển.

Thứ hai, sự hỗ trợ của Chính phủ có ảnh hưởng mạnh mẽ tới sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Thứ ba, mô hình phát triển thị trường chứng khoán Hàn Quốc đóng một vai trò rất quan trọng trong sự phát triển của thị trường này. Hàn Quốc đã thành công trong việc xây dựng mô hình cho thị trường chứng khoán. Bắt đầu từ năm 1998, có khoảng 95% khối lượng giao dịch và thực hiện lệnh ở Sở Giao dịch chứng khoán đã được tự động hóa.

Tại Hàn Quốc có hai thị trường cổ phiếu là Stock Market Division và KOSDAQ Market Division. Để được niêm yết trên Stock Market Division, các công ty phải có quy mô lớn, có lịch sử tương đối lâu đời. Trên thực tế, yêu cầu niêm yết trên Stock Market Division cao hơn trên KOSDAQ Market Division. Tại Hàn Quốc, các Sở giao dịch chứng khoán có xu hướng thống nhất với nhau để hình thành một thị trường chứng khoán thống nhất. Cách làm này vừa thực hiện được năng lực sẵn có, vừa đáp ứng được nhu cầu hiện đại hóa và tiết kiệm chi phí. Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với sự tham gia của Nhà nước.

Thứ tư, Hàn Quốc áp dụng chính sách khuyến khích các công ty niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán. Hàn Quốc đã thực thi một loạt các biện pháp khuyến khích các công ty đăng ký đại chúng và niêm yết thị trường chứng khoán như cho phép sử dụng chứng khoán của công ty niêm yết làm phương tiện đặt cọc hay bảo lãnh thanh toán với doanh nghiệp thuộc sở hữu Nhà nước, có chế độ ưu đãi cho công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán, tiếp cận dễ dàng với ngân hàng...

Thứ năm, về cơ chế giao dịch, Hàn Quốc đã liên tục hoàn thiện cơ chế giao dịch nhằm quốc tế hóa thị trường vốn trong nước.

Thị trường chứng khoán Hàn Quốc có tính thanh khoản lớn, thường xảy ra hiện tượng các nhà đầu tư nước ngoài bán tháo cổ phiếu mỗi khi có bất ổn trên thị trường tài chính thế giới.

Thứ sáu, các chính sách khuyến khích sự tham gia thị trường chứng khoán Hàn Quốc đã giúp những cải cách sau khủng hoảng tài chính có kết quả khả quan hơn mong đợi. Thống kê của Viện Phát triển Hàn Quốc (KDI) cho thấy, mức lợi nhuận bình quân của cổ phiếu các công ty niêm yết của Hàn Quốc đã đạt mức 2 con số trong 4 năm qua, so với mức 3,2% vào thời điểm năm 1996 - thời điểm không có nhiều lý do để người Hàn Quốc đầu tư vào chứng khoán. Thêm vào đó, các chính sách khuyến khích nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường cổ phiếu đã củng cố niềm tin của các nhà đầu tư. Chiến lược đầu tư dài hạn của các quỹ quản lý tài sản nước ngoài đã cho nhà đầu tư Hàn Quốc thấy rằng, tiềm năng lợi nhuận sẽ lớn nếu họ bỏ tiền đầu tư cổ phiếu dài hạn.

3.3.4.2. Một số bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam

Sau khi nghiên cứu về thị trường cổ phiếu Hàn Quốc chúng ta có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm sau nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường cổ phiếu Việt Nam.

Thứ nhất, cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật về thị trường chứng khoán, đặc biệt sớm bổ sung sửa đổi các văn bản pháp lý liên quan đến hoạt động phát hành và giao dịch trên thị trường cổ phiếu, ban hành các văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động mua bán doanh nghiệp (M&A) nhằm thúc đẩy quá trình huy động vốn trên thị trường chứng khoán trong bối cảnh khó khăn hiện nay.

Thứ hai, nhằm nâng cao hiệu quả của các giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán, cần nhanh chóng nâng cấp hệ thống giao dịch tại Sở Giao dịch, áp dụng hệ

thống giao dịch tự động hoá hoàn toàn thay vì hệ thống giao dịch bán tự động như hiện nay. Trong tương lai, nên xây dựng Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh theo mô hình là Sở giao dịch chứng khoán thống nhất và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội sẽ được phát triển thành thị trường OTC. Sở giao dịch chứng khoán nên tổ chức theo mô hình công ty cổ phần có sự tham gia của nhà nước và các thành viên của thị trường nhằm đảm bảo tính hiệu quả của hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Thứ ba, trong bối cảnh thị trường chứng khoán suy giảm, khối lượng giao dịch thấp như hiện nay, cần áp dụng các biện pháp nhằm khuyến khích sự tham gia thị trường của các tổ chức niêm yết và các nhà đầu tư như tiếp tục có những chính sách ưu đãi về thuế thu nhập đối với các doanh nghiệp niêm yết, nên hoãn kế hoạch đánh thuế thu nhập từ hoạt động đầu tư chứng khoán.

Thứ tư, cần tiếp tục cải tiến các quy định về kỹ thuật giao dịch trên thị trường, giảm thiểu những rào cản kỹ thuật nhằm đảm bảo tính ổn định, giảm thiểu rủi ro và nâng hiệu quả hoạt động của thị trường, Trong tương lai, cần cải tiến hệ thống thanh toán, giảm chu kỳ thanh toán xuống T+2 nhằm tăng tính thanh khoản của thị trường. Sở giao dịch tiếp tục áp dụng quy định về biên độ giao động giá nhằm tránh tình trạng bán tháo cổ phiếu, tuy nhiên cần có sự điều chỉnh linh hoạt nhằm hạn chế những mặt tiêu cực đối với thị trường. Bên cạnh đó, cần tạo ra sự linh hoạt trong giao dịch như cho phép giao dịch lẻ, giao dịch bán khống, giao dịch ký quỹ v.v

Thứ năm, cần có một tổ chức phi lợi nhuận nhằm mục đích đào tạo kiến thức và xây dựng văn hoá đầu tư. Tổ chức này chuyên đảm nhận trách nhiệm đào tạo kiến thức về thị trường chứng khoán, về kỹ năng đầu tư và xây dựng văn hoá đầu tư. Điều này đặc biệt quan trọng đối với các thị trường mới nổi, nơi mà các nhà đầu tư cá nhân chiếm tỷ trọng đáng kể trên thị trường chứng khoán. Ở Việt Nam hiện

nay có rất nhiều kênh truyền hình cung cấp các thông tin về cổ phiếu, tuy nhiên cách làm này chưa thực sự phát huy hiệu quả.

Cuối cùng, nên từng bước mở cửa thị trường cổ phiếu đối với nhà đầu tư nước ngoài, tiến tới mở cửa hoàn toàn thị trường. Mở cửa thị trường vốn nói chung và thị trường cổ phiếu nói riêng sẽ thúc đẩy sự lưu thông nguồn vốn giữa trong nước và quốc tế, có tác dụng tốt trong việc tận dụng tiềm năng vốn trong nước và quốc tế.

3.3.5. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Chứng khoán phái sinh (derivatives) là một công cụ tài chính, hay cụ thể hơn là một hợp đồng giữa hai bên về một giao dịch trong tương lai, và giá trị của nó được xác định dựa trên giá cả của một tài sản cơ sở có thể là hàng hóa, ngoại tệ, chứng khoán... Từ thế kỷ 17, hợp đồng quyền chọn đối với hoa tulip đã được giao dịch ở Hà Lan hay hợp đồng tương lai với gạo đã được thực hiện tại Nhật Bản. Hiện nay, chứng khoán phái sinh đã trở thành một công cụ quan trọng trong hoạt động quản trị rủi ro, tuy nhiên sự phát triển của chứng khoán phái sinh cũng đem lại những nguy cơ mới đối với sự phát triển ổn định của thị trường tài chính.

Thị trường chứng khoán phái sinh đã có bước phát triển mạnh mẽ ở các quốc gia châu Á trong thập niên vừa qua. Sự ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh đã mang lại nhiều lợi ích cho các quốc gia trong khu vực. Tuy nhiên bên cạnh những thành công, sự phát triển thị trường chứng khoán phái sinh ở các quốc gia này cũng gặp những khó khăn, thất bại nhất định.

Cho đến năm 2006, Sở giao dịch chứng khoán phái sinh Hàn Quốc vẫn là thị trường lớn nhất toàn cầu cả về quy mô lẫn khối lượng giao dịch. Thị trường phái sinh này chỉ chịu nhường vị trí đứng đầu cho thị trường Chicago Mercantile Exchange (CME) vào năm 2007. Tốc độ tăng trưởng vượt bậc trong một khoảng thời gian ngắn (gần 10 năm) của chứng khoán phái sinh Hàn Quốc là kết quả của một quá trình chuẩn bị lâu dài, bắt nguồn từ những nghiên cứu khả thi vào đầu những năm 1990.

Với tình hình hoạt động của thị trường các chứng khoán phái sinh ở VN thời gian qua có thể tổng kết được những kết quả và hạn chế sau:

Những kết quả bước đầu

- Nhận thức về các công cụ phái sinh và sự vận dụng chúng vào trong hoạt động kinh doanh ngày càng phổ biến và hiệu quả. Bằng việc đưa các công cụ phái sinh hoán đổi (swap), kỳ hạn (forward) và quyền lựa chọn (options) vào giao dịch trên thị trường, bước đầu ngân hàng đã tạo được nhận thức cho khách hàng trong việc vận dụng chúng để phục vụ cho hoạt động kinh doanh hạn chế rủi ro do biến động tỷ giá. Trên cơ sở những thành quả đạt được trên thị trường ngoại hối hoạt động giao dịch phái sinh được triển khai sang lĩnh vực thị trường hàng hóa, cụ thể là sản phẩm cá phê trên thị trường London được ngân hàng kỹ thương áp dụng, Ngân hàng Á châu thực hiện nghiệp vụ quyền lựa chọn mua bán vàng.
- Cung ứng thêm các công cụ tài chính, góp phần làm phong phú và đa dạng sản phẩm dịch vụ của ngân hàng trên thị trường ngoại hối. Một số ngân hàng năng động, giờ đây không chỉ tập trung vào những sản phẩm kinh doanh ngân hàng truyền thống mà còn hướng tới nghiên cứu triển khai các phái sinh hiện đại.

Hạn chế

- Khối lượng giao dịch còn quá nhỏ so với nhu cầu thực tế: Các giao dịch phái sinh được triển khai từ năm 1998 đến nay nhưng khối lượng các giao dịch này ở các ngân hàng thương mại vẫn còn rất ít, vẫn chưa tạo được sự hấp dẫn đối với khách hàng. Điều này, xuất phát từ những nguyên nhân sau: Tỷ giá giữa USD/VND được Ngân hàng Nhà nước can thiệp khá ổn định với mục đích hỗ trợ cho xuất khẩu; nhận thức về các công cụ phái sinh nhưng chưa phổ biến và chưa am hiểu sâu sắc về các công cụ từ khách hàng; tính hiệu quả kém của thị trường, làm cho các giao dịch phái sinh không phát huy hết vai trò là công cụ dựa trên những biến động ngẫu nhiên của thị trường để

hạn chế rủi ro và tạo ra lợi nhuận; hệ thống thông tin thị trường chưa kịp thời và đầy đủ...

- Giao dịch phái sinh chưa phát triển đồng đều trên các loại thị trường khác nhau. Điều này một phần xuất phát từ nguyên nhân về khung pháp lý điều chỉnh hoạt động giao dịch chứng khoán phái sinh chưa đầy đủ, quyền lợi và trách nhiệm của các chủ thể tham gia chưa được đảm bảo, do đó chưa tạo được sự quan tâm của các định chế tài chính cũng như các nhà đầu tư khi tham gia trên thị trường chứng khoán, trong vận dụng các biện pháp để hạn chế rủi ro và đầu tư kiếm lợi.
- Khung pháp lý điều chỉnh các giao dịch phái sinh trên thị trường chưa được hoàn thiện. Các giao dịch phái sinh mà các ngân hàng thương mại kinh doanh trên thị trường ngoại hối, được điều chỉnh bởi các văn bản pháp lý của ngân hàng nhà nước, còn lại trên các thị trường khác vẫn chưa có văn bản pháp lý nào điều chỉnh hoạt động của các giao dịch này.

Có thể thấy, thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển sơ khai. Việt Nam có thể học được rất nhiều bài học kinh nghiệm từ Hàn Quốc, cả từ những thành công cũng như những hạn chế, để phát triển thị trường chứng khoán phái sinh của mình.

Thứ nhất, chuẩn bị các điều kiện tiền đề một cách kỹ lưỡng là yếu tố quyết định thành công của thị trường chứng khoán phái sinh.

Thứ hai, hệ thống luật pháp được xây dựng cụ thể đã tạo điều kiện cho sự phát triển của thị trường.

Thứ ba, sự phát triển thị trường chứng khoán phái sinh của Hàn Quốc có định hướng rất rõ ràng.

Thứ tư, cơ sở hạ tầng là một trong những điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của thị trường.

Thứ năm, đa dạng hóa các công cụ phái sinh, giới thiệu nhiều công cụ mới để tăng tính thanh khoản và hiệu quả của thị trường, hấp dẫn các nhà đầu tư.

Thứ sáu, Hàn Quốc thực hiện rất tốt công tác giáo dục, truyền bá kiến thức cho các nhà đầu tư.

Thứ bảy, khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài cũng là một trong những nhân tố giải thích sự thành công của chứng khoán phái sinh Hàn Quốc.

Thứ tám, cần mở rộng đối tượng tham gia thị trường chứng khoán phái sinh.

3.3.6. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán bất động sản ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Những kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán bất động sản Hàn Quốc sẽ là những bài học quý giá cho Việt Nam để phát triển thị trường còn non trẻ nhưng hứa hẹn nhiều tiềm năng này.

Thứ nhất, sự phát triển của thị trường cho vay bất động sản Hàn Quốc có sự đóng góp không nhỏ của một loạt những thay đổi về chính sách của Chính phủ.

Thứ hai, việc thành lập các công ty chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản như KoMoCo hay KHFC đóng vai trò quyết định đến việc phát triển thị trường cho vay thứ cấp chứng khoán bất động sản.

Thứ ba, sự phát triển của thị trường chứng khoán bất động sản không thể tách rời khỏi sự phát triển của thị trường trái phiếu.

Thứ tư, cần khuyến khích các tổ chức tài chính nước ngoài tham gia thị trường.

3.3.7. Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh mới (CDO, CDS) ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam

Hoạt động chứng khoán hóa tài sản được các tổ chức tài chính Hàn Quốc ủng hộ, và xem là một công cụ tái cấu trúc quan trọng vì thông qua việc chứng khoán các khoản nợ khó đòi, các tổ chức này có thể xóa bỏ những khoản nợ này và cùng lúc đó có được lượng vốn chủ sở hữu cần thiết để đáp ứng với quy định

về hệ số an toàn vốn của Ngân hàng thanh toán quốc tế. Vì vậy, trong năm 1999, sau khi nền kinh tế dần hồi phục từ cuộc khủng hoảng tiền tệ năm 1998, tỷ lệ chứng khoán hóa các khoản nợ khó đòi trên tổng giá trị chứng khoán hóa của Hàn Quốc đạt xấp xỉ 42,2%. Khi nền kinh tế dần thoát khỏi ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng, vai trò của việc chứng khoán hóa để xóa bỏ các khoản nợ khó đòi giảm nhanh chóng. Theo Tổ chức giám sát Tài chính Hàn Quốc (Korea Financial Supervisory Service), doanh số chứng khoán hóa các khoản nợ khó đòi giảm nhanh chóng từ 10,6 nghìn tỷ won năm 2001 xuống còn 2 nghìn tỷ won năm 2002. Tuy nhiên, tổng giá trị chứng khoán hóa vẫn tăng lên do sự xuất hiện của các công cụ mới. Giá trị phát hành CDO ở Hàn Quốc năm 2007 đạt 19,8 nghìn tỷ won (20,95 tỷ USD) và Hàn Quốc là một trong những thị trường phát triển hoạt động chứng khoán hóa lớn nhất ở châu Á.

Những kinh nghiệm phát triển thị trường chứng khoán hóa tài sản của Hàn Quốc sẽ là những bài học quý giá cho Việt Nam để phát triển thị trường hứa hẹn nhiều tiềm năng này.

Thứ nhất, sự phát triển của thị trường chứng khoán hóa tài sản của Hàn Quốc có sự đóng góp không nhỏ của một loạt những nỗ lực về chính sách của Chính phủ. Sau cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á 1997, Chính phủ Hàn quốc đã tiến hành nhiều cải cách quan trọng đối với thị trường tài chính, trong đó có thị trường chứng khoán phái sinh. Chính phủ đã ban hành các bộ luật cần thiết như ABS, MBS làm tiền đề cho sự phát triển thị trường này cũng như có những điều chỉnh cần thiết khi một số điều khoản trở nên không phù hợp với hoàn cảnh mới.

Thứ hai, sự phát triển của thị trường chứng khoán hóa tài sản không thể tách rời khỏi sự phát triển của thị trường phái sinh nói chung. Hàn Quốc có định hướng rõ ràng trong việc phát triển thị trường phái sinh của mình trở thành một trong những thị trường lớn nhất khu vực. Sự phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh Hàn Quốc cũng góp phần không nhỏ vào sự phát triển của thị trường chứng khoán hóa tài sản cố định Hàn Quốc.

CHƯƠNG 4: KIẾN NGHỊ MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM DỰA TRÊN KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA HÀN QUỐC

4.1. Giải pháp phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam

4.1.1. *Giải pháp phát triển thị trường vốn*

4.1.1.1 *Giải pháp phát triển thị trường chứng khoán*

4.1.1.1.1. Giải pháp phát triển công ty chứng khoán

Kinh nghiệm quốc tế nói chung, trong đó có kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, sự phát triển vững chắc của một TTCK phụ thuộc rất lớn vào hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường, vào môi trường pháp lý, vào kỹ thuật nghiệp vụ vận hành thị trường, tổ chức thị trường. Thực tế cũng cho thấy sự đa dạng, phong phú, có kinh nghiệm và hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tham gia thị trường có ảnh hưởng rất quan trọng đến việc thúc đẩy TTCK phát triển. Bởi vậy việc khuyến khích, tạo điều kiện cho việc thành lập mới và đi vào hoạt động có hiệu quả của các Công ty kinh doanh chứng khoán, cũng như các quỹ đầu tư,... là hết sức cần thiết trong chiến lược đẩy nhanh sự phát triển vững chắc của Thị trường chứng khoán.

4.1.1.1.2. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế

Một nhân tố rất quan trọng thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thời gian qua là nghiệp vụ Repo của các Công ty chứng khoán và nghiệp vụ cho vay cầm cố cổ phiếu của các NHTM cổ phần cho khách hàng vay vốn để mua cổ phiếu. Hiện nay trong cả nước dư nợ cho vay cầm cố cổ phiếu để đầu tư

chứng khoán theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước là đang chiếm khoảng 2,5% tổng dư nợ của các NHTM, chưa phải là con số đáng lo ngại. Tuy rằng tỷ lệ này của một số NHTM cổ phần lên tới 7 – 8%, cá biệt có một NHTM cổ phần quy mô nhỏ chiếm tới 40%.

4.1.1.1.3. Tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong một doanh nghiệp, một Ngân hàng thương mại

Theo quy định của Chính phủ, tỷ lệ giới hạn tối đa các nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu cổ phần tại một NHTM cổ phần của Việt Nam là không quá 30% vốn điều lệ của NHTM CP đó. Một nhà đầu tư nước ngoài không được sở hữu quá 15%; trường hợp đặc biệt được sở hữu tối đa 20% vốn điều lệ của một NHTM cổ phần Việt Nam nhưng phải được sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ. Theo bài viết thì tỷ lệ đó là chưa phù hợp. Để thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, góp phần thúc đẩy thực hiện có hiệu quả hơn nữa chính sách thu hút đầu tư nước ngoài, Chính phủ nên nới rộng tỷ lệ vốn điều lệ của các nhà đầu tư nước ngoài tại các ngân hàng Việt Nam tăng lên 49% phù hợp với Luật đầu tư nước ngoài, nếu không thì cũng nên cho phép tỷ lệ tối đa là 40% - 45%. Các quy định pháp lý khác về đầu tư, hoạt động tiền tệ,... cần được chỉnh sửa, bổ sung phù hợp khi Việt Nam gia nhập WTO, tạo điều kiện cho các ngân hàng nước ngoài mở rộng cho vay vốn, đầu tư vốn vào nền kinh tế Việt Nam.

4.1.1.1.4. Sửa đổi một số quy định về niêm yết cổ phiếu

- Một công ty đáp ứng đủ tiêu chuẩn nên cho phép niêm yết cổ phiếu trên cả hai Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

- Một trong số các điều kiện niêm yết của Công ty cổ phần trên Sở giao dịch chứng khoán là không có nợ quá hạn, nên chuyển thành quy định nợ quá hạn chưa được trích lập quỹ dự phòng rủi ro.

- Điều kiện về vốn là phải có 30 tỷ đồng mới được thành lập Công ty quản lý quỹ là quá cao.
- Việc chào bán chứng khoán ra nước ngoài đồng thời với việc chào bán chứng khoán ở Việt Nam, cần áp dụng quy định tương tự đối với việc niêm yết chứng khoán ở nước ngoài.
- Việc phát hành thêm cổ phiếu để trả cổ tức hay phát hành thêm cổ phiếu thưởng cho cổ đông nên đưa vào loại hình chào bán ra công chúng, bởi vì đã là công ty đại chúng thì việc phát hành thêm cổ phiếu đều do đại chúng nắm giữ.
- Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán Nhà nước dự kiến ban hành quy định mới về sử dụng quỹ thặng dư vốn.

4.1.1.1.5. Cần sớm đưa thị trường OTC vào giao dịch có tổ chức

Trong thời gian tới, thị trường OTC chắc chắn sẽ tiếp tục phát triển và sôi động ở nước ta. Sự phát triển của thị trường OTC tạo điều kiện cho các cổ phiếu đó sớm niêm yết trên thị trường chính thức và thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển. Song một vấn đề đặt ra là hành lang pháp lý cho giao dịch OTC rất yếu và thiếu, chủ yếu là Luật doanh nghiệp, Luật dân sự, các quy định về NHTM cổ phần. Vì vậy, để phòng tránh rủi ro, tránh gây ra các tranh chấp về quyền lợi cho các nhà đầu tư cổ phiếu trên thị trường OTC, cần sớm đưa vào hoạt động có hiệu quả trung tâm giao dịch cổ phiếu OTC như dự án đã đưa ra trên cơ sở tiếp thu ý kiến các chuyên gia, các công ty chứng khoán trong việc đưa đề án này ra thảo luận thời điểm đầu tháng 8-2007.

4.1.1.1.6. Cần xem xét đơn giản thủ tục cấp phép chào bán cổ phiếu ra công chúng

Kế hoạch tăng vốn nói trên của các Ngân hàng thương mại cũng như của các doanh nghiệp cổ phần hầu hết được Đại hội cổ đông thông qua từ đầu năm. Song với nhiều thủ tục và quá trình xem xét, cấp phép, chấp thuận kéo dài tới vài tháng của Ủy ban chứng khoán Nhà nước, tạo sự dồn ép vào cuối năm, gây khó

khẩn cho các cổ đông và các đơn vị phát hành, tác động thiếu tích cực đến thị trường và kế hoạch cổ phần hoá.

4.1.1.2. Hoàn chỉnh chính sách phát triển thị trường vốn Việt Nam

Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước và các cơ quan có liên quan cần sớm hoàn chỉnh khung pháp lý và chính sách phát triển thị trường.

UBCKNN cần sớm hoàn thành xây dựng Nghị định về phát hành riêng lẻ, xây dựng các quy chế về giao dịch, công bố thông tin của Công ty đại chúng chưa niêm yết, nghiên cứu triển khai từng bước việc mở tài khoản ký quỹ, tập trung nghiên cứu các sản phẩm phái sinh và áp dụng nghiệp vụ quyền chọn (option) trước. Về quy chế hướng dẫn đối với NĐTNN; tinh thần của quy chế này là tăng cường công khai minh bạch, coi đây là cơ hội để huy động vốn đầu tư nước ngoài cho phát triển. UBCKNN cũng cần tập trung xây dựng thống nhất các quy định về tỷ lệ sở hữu, xác định đối tượng NĐTNN đối với CK niêm yết, chưa niêm yết, DN CPH, các quỹ đầu tư và vấn đề góp vốn của bên nước ngoài. Hiện tại còn một số quy chế cần hoàn chỉnh và ban hành như quy chế về quỹ nước ngoài, quy chế về công ty đầu tư CK, quy chế về người hành nghề ... Một đề án quan trọng nữa là xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu (TP) chuyên biệt. Khi quy mô thị trường phát triển thì thị trường TP đóng một vai trò hết sức quan trọng trong cơ cấu TTCK. Nếu chúng ta muốn giữ được dòng vốn nước ngoài ở VN thì phải phát triển thị trường TP vì khi CP sụt giảm, dòng vốn sẽ chuyển sang thị trường TP chứ các nhà đầu tư nước ngoài không rút vốn ra khỏi VN, tránh gây ra khủng hoảng tài chính. Ngoài ra khi đẳng cấp TTCK nâng lên, tổ chức đầu tư lớn rất quan tâm đến thị trường TP và luồng vốn nước ngoài vào sẽ phụ thuộc vào thị trường này.

4.1.1.3. Chính phủ cần có biện pháp phát triển ổn định thị trường chứng khoán

Giữa các thị trường: thị trường tín dụng, thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, thị trường hàng hoá,...có mối quan hệ chặt chẽ và liên thông với nhau. Song việc NHNN ngăn chặn việc lưu thông vốn giữa thị trường tín dụng

và thị trường chứng khoán bằng biện pháp hành chính đã ngay lập tức tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán. Ngay từ giữa tháng 6-2007, thị trường chứng khoán đã bị điều chỉnh sâu, một loạt chứng khoán giảm giá. Chỉ số chứng khoán trên của hai Trung tâm giao dịch chứng khoán sụt giảm mạnh. Thị trường OTC bị đóng băng.

Chính phủ, Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước cũng cần có những biện pháp cụ thể để giảm thiểu những tác động tiêu cực, tạo sự phát triển ổn định của thị trường chứng khoán. Ủy ban chứng khoán nhà nước tăng cường các biện pháp thanh tra, giám sát và xử phạt thật nặng, thật nghiêm túc các vi phạm trong giao dịch chứng khoán và các vấn đề có liên quan thực hiện Luật chứng khoán.

Tất nhiên thị trường chứng khoán Việt Nam còn quá nhỏ bé và chưa có sự liên thông với thị trường chứng khoán toàn cầu, nên ảnh hưởng của thị trường chứng khoán quốc tế, cũng như những can thiệp nói trên chưa tác động đến Việt Nam. Song đó cũng là những bài học kinh nghiệm cần tham khảo trong việc NHTW và Bộ tài chính giữ vai trò ổn định sự phát triển của Thị trường chứng khoán.

Xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ theo hướng thị trường chuyên biệt, tách khỏi thị trường cổ phiếu. Thị trường trái phiếu chuyên biệt này với nòng cốt là sự tham gia của các công ty chứng khoán, các tổ chức phát hành trái phiếu, như: các Ngân hàng thương mại, Công ty bảo hiểm. Đồng thời thực hiện chuẩn hoá các nghiệp vụ giao dịch “Repo”, “hoán đổi” đối với trái phiếu, nhằm tạo tính thanh khoản cho thị trường trái phiếu.

Đẩy mạnh công tác thanh tra, giám sát hoạt động trên thị trường chứng khoán, đảm bảo tính tuân thủ, công khai, minh bạch chống các hành vi gian dối, lũng đoạn, làm giá, thao túng,... thị trường. Thực hiện các cam kết về lĩnh vực chứng khoán theo Hiệp định thương mại Việt Mỹ và cam kết gia nhập WTO.

4.1.2. Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ

4.1.2.1. Tăng tần suất giao dịch trên thị trường mở

Hiện nay, tần suất giao dịch thị trường mở là hàng ngày, nhưng vẫn chưa đáp ứng được đầy đủ nhu cầu của thị trường, nhất là vào những thời kỳ mà nhu cầu vốn của hệ thống ngân hàng tăng nhanh. Chính vì vậy, việc gia tăng tần suất giao dịch của thị trường mở là hết sức cần thiết để tăng cường khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng thêm mức độ can thiệp của NHNN đến thị trường.

4.1.2.2. Đa dạng hoá thời hạn và tăng khối lượng phát hành của tín phiếu NHNN

NHNN cần phối hợp với Bộ Tài chính trong việc phát hành các loại GTCG như tín phiếu NHNN, tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc....sao cho các kỳ hạn phát hành đủ nhiều, gồm từ thời hạn 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng đến các kỳ hạn dài hơn như 18 tháng, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 10 năm.....

4.1.2.3. Bổ sung thêm hàng hoá giao dịch trên thị trường mở

Để hoạt động trên thị trường thực sự sôi động thì một trong những điều kiện cần thiết là phải bổ sung thêm các loại hàng hoá cho thị trường. Vì vậy, trong thời gian tới, NHNN cần xem xét bổ sung thêm các loại GTCG được phép giao dịch trên thị trường mở.

Việc đa dạng hoá hàng hoá giao dịch trên thị trường mở sẽ thúc đẩy các NHTM đầu tư vào các GTCG này, từ đó tăng thêm tính thanh khoản của các GTCG này và thúc đẩy sự phát triển của thị trường mua bán trái phiếu.

4.1.2.4. Đa dạng hoá các kỳ hạn giao dịch và tiến tới giao dịch nhiều kỳ hạn trong một phiên

Để tạo điều kiện thuận lợi cho các thành viên trong việc lựa chọn kỳ hạn giao dịch, NHNN cần đa dạng hoá hơn nữa các kỳ hạn giao dịch trong một phiên giao dịch. Trong thời gian trước mắt, NHNN có thể áp dụng 2 kỳ hạn giao dịch trong một phiên. Việc áp dụng nhiều kỳ hạn trong một phiên sẽ cho phép các thành viên có thêm sự lựa chọn phù hợp với dự báo nhu cầu vốn của họ. Qua đó, sẽ tạo thêm cơ hội và tăng sự hấp dẫn của thị trường mở đối với các thành viên.

4.1.2.5. Hoàn thiện các quy định lưu ký giấy tờ có giá tại Ngân hàng Nhà nước

Phần mềm lưu ký GTCG phải cho phép nối mạng giữa NHNN, các thành viên thị trường và các tổ chức lưu ký. Khi các TCTD có nhu cầu giao dịch với NHNN thì việc giao nhận GTCG cần được thực hiện nhanh chóng. Các GTCG đang lưu ký tại các tổ chức lưu ký như Trung tâm giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký chứng khoán, các công ty chứng khoán có thể nhanh chóng được chuyển vào tài khoản lưu ký GTCG này để thực hiện các giao dịch với các TCTD.

4.1.2.6. Cải tiến, nâng cấp và hoàn thiện hạ tầng công nghệ của thị trường tiền tệ

- Tiếp tục nâng cấp và đồng bộ hoá các trang thiết bị phần cứng, hoàn thiện chương trình phần mềm ứng dụng một cách nhanh chóng, thông suốt, đáp ứng yêu cầu phát triển của nghiệp vụ này;

4.1.2.7. Tăng cường công tác tuyên truyền phổ biến, thông tin rộng rãi về OMO để thu hút thêm các TCTD tham gia thị trường mở

Mở rộng hệ thống công nghệ thông tin OMO từ chỗ chỉ là nơi thuận tiện thực hiện các giao dịch mua bán GTCG phát triển thành cổng thông tin của thị trường tiền tệ như thông tin về nhu cầu vốn khả dụng, nhu cầu mua bán GTCG của các TCTD, thông tin về khối lượng GTCG do NHNN và Bộ Tài chính phát hành, khối lượng GTCG do NHNN và các TCTD nắm giữ.

4.1.2.8. Nâng cao năng lực cán bộ xây dựng và điều hành nghiệp vụ thị trường mở

Theo kinh nghiệm của các quốc gia điều hành thành công CSTT thì năng lực và kinh nghiệm của các cán bộ xây dựng và điều hành thành công CSTT được đặc biệt chú trọng. Tại một số quốc gia, như Mỹ, Hội đồng lãnh đạo NHTW có nhiệm kỳ làm việc rất dài. Chế độ đãi ngộ đối với cán bộ NHTW cao hơn chế độ thông thường.

4.1.2.9. Mở rộng các thành viên thị trường mở

Theo đó, các tổ chức như Quỹ Hỗ trợ phát triển, Kho bạc Nhà nước, Quỹ

Bảo hiểm xã hội, Công ty tiết kiệm bưu điện.....sẽ được chấp thuận là thành viên của thị trường mở.

4.1.2.10. Công nhận chữ ký điện tử trong các giao dịch thị trường mở

NHNN cần chấp nhận sử dụng các chữ ký điện tử của lãnh đạo TCTD hoặc những người được uỷ quyền trong các giao dịch này. Để thực hiện được điều này, NHNN cần bổ sung quy định về việc sử dụng chữ ký điện tử trong các giao dịch tiền tệ với NHNN và chấp nhận hoàn toàn chữ ký điện tử trong các giao dịch thị trường mở. Các TCTD cần thông báo và đăng ký các chữ ký của những người chịu trách nhiệm thực hiện các giao dịch thị trường mở với NHNN. Bên cạnh đó, NHNN cũng cần tăng cường công tác bảo mật chữ ký điện tử và an ninh mạng nhằm tránh trường hợp các chữ ký này bị sử dụng ngoài ý muốn của TCTD và các hoạt động thị trường mở bị can thiệp bất hợp pháp.

4.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

4.2.1. Định hướng phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

- *Đối với các tổ chức tín dụng*: Cải cách triệt để và phát triển hệ thống các tổ chức tín dụng theo hướng đa năng, hiện đại, đa dạng về sở hữu và loại hình tổ chức, có quy mô lớn và hoạt động theo nguyên tắc thị trường với mục tiêu chủ yếu là lợi nhuận, áp dụng các thông lệ và chuẩn mực quốc tế vào hoạt động kinh doanh ngân hàng. Đồng thời cơ cấu lại hệ thống ngân hàng thương mại, tách bạch tín dụng chính sách và tín dụng thương mại, bảo đảm quyền kinh doanh của các tổ chức tài chính nước ngoài theo cam kết song phương và đa phương đã ký kết với các nước và các tổ chức quốc tế, gắn cải cách ngân hàng và cải cách doanh nghiệp.

- *Đối với các công ty bảo hiểm*: Tiếp tục củng cố và sắp xếp các doanh nghiệp bảo hiểm trong nước hiện có, bảo đảm nâng cao năng lực kinh doanh, phát triển các sản phẩm bảo hiểm, mở rộng thị phần, thị trường. Đồng thời cho phép các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài mở rộng nội dung phạm vi hoạt động, tăng vốn điều lệ, nếu đủ điều kiện theo quy định của pháp luật. Ngoài ra, khuyến khích các doanh nghiệp bảo hiểm hiện đại hóa công nghệ quản lý kinh

doanh, đào tạo đội ngũ cán bộ có đủ trình độ theo các chuẩn mực quốc tế, được thuê các chuyên gia trong nước và ngoài nước để quản lý một số lĩnh vực hoạt động theo đúng quy định của pháp luật.

- *Đối với các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ*: Tăng quy mô và phạm vi hoạt động nghiệp vụ kinh doanh, dịch vụ của các công ty chứng khoán. Phát triển các công ty chứng khoán theo hai loại hình: Công ty chứng khoán đa nghiệp vụ và Công ty chứng khoán chuyên doanh, nhằm tăng chất lượng cung cấp dịch vụ và khả năng chuyên môn hóa hoạt động nghiệp vụ. Phát triển các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán cả về quy mô và chất lượng hoạt động. Đồng thời đa dạng hóa các loại hình sở hữu đối với công ty quản lý quỹ đầu tư.

4.2.2. Giải pháp phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

4.2.2.1. Tạo lập môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, trước mắt cần ưu tiên vấn đề kiềm chế lạm phát và giảm thiểu nguy cơ khủng hoảng

Một quốc gia có môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng kinh tế đều đặn, tỷ giá hối đoái và lạm phát được kiểm soát chặt sẽ làm tăng nhu cầu đầu tư, dẫn đến tăng sự luân chuyển vốn trên thị trường tài chính và giúp cho các định chế trung gian tài chính phát triển mạnh mẽ. Vì vậy, sự ổn định của môi trường kinh tế vĩ mô là yêu cầu cần thiết khách quan để phát triển thị trường tài chính, các định chế trung gian tài chính nói chung và của các NHTM nói riêng ở Việt Nam.

4.2.2.2. Hoàn thiện khung pháp lý cho sự hình thành và phát triển các định chế trung gian tài chính ở Việt Nam

Hệ thống pháp luật về các định chế trung gian tài chính (trong đó điều chỉnh cả hệ thống NHTM và TCTD) là cơ sở để các định chế trung gian tài chính hoạt động theo theo định hướng phát triển lành mạnh và ổn định, là cơ sở để Nhà nước thực hiện công tác giám sát, pháp hiện và ngăn chặn các hành vi trái với quy định, gây bất lợi và mất ổn định thị trường tài chính và nền kinh tế. Muốn vậy, hệ thống pháp luật trên phải đảm bảo tính đồng bộ thống nhất, minh bạch, bình đẳng, ổn định và phù hợp với các cam kết quốc tế của Việt Nam.

4.2.2.3. Nâng cao hơn nữa năng lực cạnh tranh của các định chế trung gian tài chính

Đối với hệ thống các TGTC, năng lực về vốn, trình độ quản lý và công nghệ kinh doanh và những yếu tố rất quan trọng tạo nên sức mạnh. Nếu không tự hoàn thiện và nâng cao năng lực, các TGTC trong nước sẽ khó có thể đứng vững và thành công trong điều kiện tự do hoá tài chính như hiện nay. Muốn vậy, cần nhanh chóng thực hiện các giải pháp sau:

- ***Thứ nhất***, đẩy nhanh quá trình cơ cấu lại hệ thống ngân hàng theo hướng giảm thiểu số lượng, đồng thời nâng cao năng lực quản trị điều hành, năng lực tài chính cho các NHTM Việt Nam.

- ***Thứ hai***, đa dạng hóa các loại hình dịch vụ.

- ***Thứ ba***, nhanh chóng nắm bắt và ứng dụng các thành tựu của khoa học công nghệ, đặc biệt là công nghệ thông tin

- ***Thứ tư***, tăng cường công tác kiểm tra, giám sát và phòng ngừa rủi ro.

4.2.2.4. Cần tăng cường hợp tác trong nước và quốc tế

Để tăng cường sức mạnh trong môi trường kinh doanh mới, bên cạnh việc phát huy nội lực, các định chế trung gian tài chính rất cần phải bắt tay hợp tác với nhau trong nhiều mặt. Thông qua các hiệp hội như Hiệp hội Ngân hàng (thành lập ngày 01/7/1988), Hiệp hội bảo hiểm (thành lập ngày 9/7/1999).v.v. các thành viên có thể có những tác động tích cực nhằm mở rộng, định hướng cho thị trường, duy trì sự cạnh tranh lành mạnh... tạo điều kiện phát triển thuận lợi cho tất cả các thành viên. Các doanh nghiệp trong Hiệp hội nên cùng nhau thiết lập những quy tắc kinh doanh lành mạnh cho các thành viên của mình, xử lý những trường hợp vi phạm. Ngoài ra các doanh nghiệp có thể liên kết với nhau tạo ra một tiếng nói chung để đóng góp ý kiến, kiến nghị với các cơ quan quản lý Nhà nước những giải pháp phát triển chung cho ngành, cũng như cùng nhau có những bước đi thích hợp khi thị trường có những diễn biến xấu. Đồng thời, việc hợp tác chặt chẽ với nhau trong việc đào tạo cán bộ, đại lý, thu thập, sử dụng các số liệu thống kê liên quan, xây dựng và tăng cường uy tín và hình ảnh tốt đẹp

của toàn ngành... sẽ giúp các doanh nghiệp sử dụng tiết kiệm chi phí, nâng cao hiệu quả khai thác nguồn thông tin, nguồn nhân lực...

4.2.2.5. Áp dụng chuẩn mực quốc tế phù hợp trong giám sát hoạt động của các ngân hàng

Có thể kể ra hàng loạt các biện pháp hành chính đã gây ra sự bóp méo trong hoạt động của các ngân hàng. Điển hình và gần đây nhất là Chi thị 03 của Ngân hàng Nhà nước về giới hạn cho vay chứng khoán. Việc sử dụng các chính sách chặn dòng chảy của nguồn tài chính như vậy sẽ gây ra những tác động tiêu cực. Do vậy, cách tốt nhất đối với Việt Nam là áp dụng các chuẩn mực quốc tế (mà cụ thể ở đây là quy tắc Basel II) trong việc giám sát hoạt động của các ngân hàng Việt Nam. Các ngân hàng có thể làm bất cứ điều gì với ba điều kiện: (1) có đủ vốn, (2) có hệ thống theo dõi, giám sát rủi ro tốt, và (3) tuân thủ các kỷ luật thị trường, minh bạch thông tin.

4.2.2.6. Xây dựng hệ thống thu thập dữ liệu đảm bảo có được các thông tin tin cậy

Như phần trên bài viết đã phân tích, tự do hoá tài chính có thể làm cho hệ thống ngân hàng và nền kinh tế bị tổn thương, đổ vỡ nếu như cơ quan quản lý nhà nước không theo kịp dòng chảy của thị trường, mất khả năng kiểm soát ở những khu vực đã được tự do hoá. Nguyên nhân của vấn đề này, ngoài trình độ và khả năng quản lý của người điều hành thì phải nói đến một nguyên nhân vô cùng quan trọng là thiếu một hệ thống thu thập dữ liệu đảm bảo có được các thông tin tin cậy, bởi lẽ khó có thể đưa ra một giải pháp hữu hiệu nếu như người điều hành không thể biết thực trạng của các vấn đề đang giải quyết. Chúng ta không thể làm lành mạnh hoá thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán khi mà không một ai có thể biết chính xác các ngân hàng hiện nay đã đổ bao nhiêu tiền, cho vay bao nhiêu trong lĩnh vực này. Điều này có thể giải quyết nếu Việt Nam có được hệ thống thu thập và phân tích thông tin tốt cộng với những tổ chức nghiên cứu thực thụ, độc lập và đủ khả năng đưa ra những nghiên cứu đánh giá một cách khách quan.

4.2.2.7. Đào tạo nguồn nhân lực

Nhân lực của các định chế trung gian tài chính là các nhà quản lý, các nhà kinh doanh, các nhân viên nghiệp vụ của các định chế này. Tuy nhiên trình độ của đội ngũ này hiện nay vẫn còn hạn chế, đặc biệt là nguồn nhân lực trong lĩnh vực này còn thiếu do công tác đào tạo ở nước ta còn chưa đáp ứng kịp sự phát triển nhanh chóng của các loại hình định chế trung gian tài chính trên thị trường tài chính Việt Nam. Vì vậy cần đào tạo, bồi dưỡng nguồn nhân lực của nước ta, giúp đội ngũ này đủ năng lực, am hiểu các kiến thức chuyên môn, nghiệp vụ, có hiệu quả làm việc cao, phù hợp với các tiêu chuẩn quốc tế và đáp ứng được yêu cầu hội nhập và phát triển.

4.3. Một số giải pháp để phát triển sản phẩm tài chính mới ở Việt Nam

Trên cơ sở những kết quả đạt được trong những năm qua, đặt trong môi liên hệ dự báo tương lai, trong môi trường kinh tế đất nước hiện nay, những định hướng lớn để phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính ngân hàng ở Việt Nam trong thời gian tới bao gồm:

Thứ nhất, định hướng xây dựng hệ thống các sản phẩm dịch vụ tài chính ngân hàng theo tiêu chuẩn quốc tế

Thứ hai, định hướng phát triển những sản phẩm ngân hàng hiện đại mới các ngân hàng thương mại

Thứ ba, định hướng phát triển các sản phẩm mới trên thị trường tài chính.

Thứ tư, xác định thứ tự ưu tiên cho việc triển khai các sản phẩm tài chính hiện đại.

Thứ năm, xây dựng kênh phân phối sản phẩm tài chính theo quy chuẩn quốc tế.

Thứ sáu, đổi mới mô hình tổ chức, phát triển nguồn nhân lực và cải cách hành chính của hệ thống tài chính ngân hàng.

Thứ bảy, nâng cao năng lực và hiệu quả giám sát tài chính, đảm bảo lành mạnh hóa tài chính và an ninh tài chính quốc gia.

Thứ tám, xây dựng một hệ thống công nghệ hiện đại.

4.3.1. Xây dựng chiến lược, kế hoạch phát triển các sản phẩm tài chính ngân hàng

Hiện nay các NHTM Việt Nam nói chung chưa có một bộ phận chuyên trách nghiên cứu xây dựng chiến lược kinh doanh sản phẩm tài chính. Chính vì vậy, các sản phẩm đưa ra chưa có tính thống nhất, công nghệ thiết kế chưa bao quát tổng thể, chạy theo yêu cầu của người sử dụng. Các dịch vụ mới thường xuất phát từ bộ phận tác nghiệp và trực tiếp chuyển cho phía kỹ thuật xem xét khả năng đáp ứng.

4.3.2. Đầu tư phát triển công nghệ thông tin

Trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, hạ tầng CNTT được coi là yếu tố có ý nghĩa quyết định nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh với các ngân hàng, các tổ chức tài chính trong khu vực và trên thế giới, là nền tảng để các NH cung ứng các sản phẩm dịch vụ tài chính mới. Vấn đề công nghệ, an ninh bảo mật luôn là vấn đề được khách hàng đặt lên hàng đầu khi quyết định sử dụng các dịch vụ có hàm lượng công nghệ cao. Tuy nhiên, hiện tại, CNTT của các NHTM Việt Nam còn yếu kém, tính năng nhiều mảng công nghệ còn thiếu hoàn thiện hạn chế nhiều đến năng lực cạnh tranh. Để khắc phục vấn đề này là cả một bài toán lớn cho từng NHTM. Trong đề tài này, nhóm tác giả xin đưa ra một số giải pháp có tính định hướng như sau:

4.3.3. Nâng cao chất lượng các dịch vụ tài chính mới

Mặc dù đã có một số kết quả khả quan, tuy nhiên các sản phẩm tài chính mới do các NHTM Việt Nam cung cấp nhìn chung vẫn còn đơn điệu, chất lượng chưa cao. Các NHTM Việt Nam cần đầu tư phát triển nhiều loại hình dịch vụ ngân hàng hơn nữa, đồng thời nâng cao chất lượng của các dịch vụ này.

Các NHTM Việt Nam cần chủ động căn cứ vào nhu cầu của khách hàng (nhu cầu hiện tại và cả nhu cầu tương lai) để mở rộng các sản phẩm tài chính mới. Cần khai thác những tiện ích của hệ thống mới để nâng cao chất lượng các sản phẩm truyền thống, phát triển hơn nữa các sản phẩm tài chính sẵn có, đồng thời đưa ra những dịch vụ mới nhằm làm tăng sức cạnh tranh của các sản phẩm sản phẩm tài chính. Bên cạnh đó, các NHTM cũng phải quan tâm đặc biệt đến chất lượng dịch vụ cung cấp, tránh tình trạng chạy theo số lượng mà bỏ qua chất lượng dịch vụ. Chất lượng dịch vụ mới là yếu tố giữ khách hàng ở lại với ngân hàng. Nếu chất lượng dịch vụ không đảm bảo thì sự đa dạng và phát triển các dịch vụ sẽ không có ý nghĩa khi không được khách hàng sử dụng.

Các NHTM phải có ưu tiên trong việc phát triển các dịch vụ mới. Tùy theo đặc điểm hoạt động của từng ngân hàng, tùy chiến lược kinh doanh, tùy từng đối tượng khách hàng mà phát triển dịch vụ ngân hàng tương ứng. Trong giai đoạn hiện nay, theo nhóm tác giả, các NHTM Việt Nam nên ưu tiên đầu tư phát triển các kênh phân phối hiện đại (internet banking, phone banking, ATM...), tập trung khai thác hết các tiện ích của core banking... Bên cạnh đó, các NHTM cũng cần mạnh dạn hơn nữa trong việc triển khai các loại chứng khoán phái sinh, cung cấp hàng hóa cho thị trường chứng khoán. Trên cơ sở các loại chứng khoán phái sinh này, trong tương lai khi thị trường tài chính Việt Nam phát triển hơn, các NHTM Việt Nam có thể cung cấp các sản phẩm chứng khoán hóa (ví dụ phát hành trái phiếu, thương phiếu và bán các chứng khoán bảo đảm bằng tài sản (asset backed securities) như chứng khoán bảo đảm bằng tài sản thế chấp (mortgage backed securities), chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp (collateralised mortgage obligations), chứng khoán hóa trái phiếu (collateralised bond obligations – CBOs), chứng khoán hóa các khoản nợ (collateralised debt obligations - CDOs...). Ngoài ra, các NHTM cũng cần quan tâm phát triển các dịch vụ như quản trị tiền mặt, quản trị đầu tư, quản trị rủi ro...

4.3.4. Nâng cao năng lực quản trị và phòng ngừa rủi ro

Các sản phẩm tài chính mới đem lại nhiều lợi ích các tổ chức tài chính nhưng cũng hàm chứa rất nhiều rủi ro. Các NHTM có thể phải chịu tổn thất rất lớn nếu cung cấp dịch vụ mà chưa có các biện pháp quản trị và phòng ngừa rủi ro cho các dịch vụ mới này. Hiện nay, hoạt động quản trị rủi ro của NHTM nói chung và đối với các DVNHHĐ của các NHTM Việt Nam còn nhiều hạn chế. Các NHTM Việt Nam cần phải nâng cao năng lực quản trị rủi ro của mình để có thể phát triển thành công các dịch vụ mới.

4.3.5. Nâng cao vốn tự có của các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán

a. Đối với công ty chứng khoán

Việc nâng số vốn điều lệ cần kết hợp với nâng cao chất lượng hoạt động của các Công ty chứng khoán. Cần có chế tài về đầu tư hiện đại hoá công nghệ, về trình độ cán bộ, về chất lượng và tính ổn định của giao dịch kinh doanh chứng khoán, giao dịch với khách hàng của các công ty chứng khoán.

b. Đối với hệ thống ngân hàng

Các NHTM phải nâng cao năng lực tài chính để có nền tảng vững chắc về vốn, trên cơ sở đó, có thể phát triển thành công các sản phẩm tài chính mới

4.3.6. Tăng cường các hoạt động marketing, quan hệ khách hàng

Để đa dạng hóa các sản phẩm tài chính, ngoài việc cung cấp cho khách hàng thì hoạt động marketing, giới thiệu các sản phẩm mới của ngân hàng đến khách hàng thực sự quan trọng. Bởi lẽ đó là các dịch vụ mới, nhận thức về các dịch vụ này trong quần chúng dân cư còn nhiều hạn chế. Điều này đòi hỏi các ngân hàng phải có chiến lược marketing mạnh để kéo khách hàng về với ngân hàng. Tuy nhiên, hiện nay ở Việt Nam, công tác marketing của các ngân hàng với các dịch vụ mới nhìn chung vẫn chưa thực sự được coi trọng và có hiệu quả, chưa giới thiệu các dịch vụ này rộng rãi ra công chúng và chưa khuyến khích được mọi người sử dụng.

4.3.7. Tập trung phát triển nguồn nhân lực

Để phát triển thành công các DVNHHĐ, nguồn nhân lực đóng vai trò quyết định. Hiện nay, đội ngũ cán bộ của hệ thống ngân hàng khá đông nhưng trình độ am hiểu về luật pháp trong nước và quốc tế, về chuyên môn nghiệp vụ, và đặc biệt về các dịch vụ mới... còn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của hệ thống ngân hàng hiện đại, yêu cầu của hội nhập quốc tế. Thực tế đã chứng minh sự yếu kém trong năng lực điều hành và năng lực chuyên môn của các nhà quản trị cũng như của đội ngũ nhân viên là nguyên nhân làm giảm hiệu quả của hoạt động kinh doanh NH. Trong xu thế hội nhập của mọi hoạt động kinh doanh NH trong đó có các DVNHHĐ, các NHTM cần phải gấp rút hơn nữa trong việc xây dựng, đào tạo cho mình một đội ngũ các nhà quản trị có năng lực, một đội ngũ cán bộ nghiệp vụ giỏi về chuyên môn, trong sáng về đạo đức.

4.3.8. Đảm bảo sự liên thông về vốn giữa thị trường chứng khoán và ngân hàng thương mại một cách thông suốt phù hợp với thông lệ quốc tế và tăng cường sự hợp tác liên kết giữa các ngân hàng thương mại trong nước và hợp tác quốc tế

Một nhân tố rất quan trọng thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển thời gian qua là nghiệp vụ Repo của các Công ty chứng khoán và nghiệp vụ cho vay cầm cố cổ phiếu của các NHTM cổ phần cho khách hàng vay vốn để mua cổ phiếu. Hiện nay trong cả nước dư nợ cho vay cầm cố cổ phiếu để đầu tư chứng khoán theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước là đang chiếm khoảng 2,5% tổng dư nợ của các NHTM. Đó chưa phải là con số đáng lo ngại. Tuy rằng tỷ lệ này của một số NHTM cổ phần lên tới 7 – 8%, cá biệt có một NHTM cổ phần quy mô nhỏ chiếm tới 40%.

4.4. Giải pháp để thực hiện các cam kết về tự do hóa tài chính theo WTO của Việt Nam

4.4.1. Định hướng tiếp tục lộ trình tự do hóa tài chính theo các cam kết trong WTO của Việt Nam

4.4.2. Các giải pháp chung

Tự do hoá tài chính, hay tự do hóa tài chính trong WTO, đòi hỏi một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định nhằm hấp thụ đầy đủ các lợi ích và giảm thiểu rủi ro. Mặt khác, những sai lầm về mặt chính sách có thể tác hại hơn khi thị trường tài chính chưa phát triển, niềm tin vào cơ chế chính sách mới chưa rõ ràng và kinh nghiệm quản lý vĩ mô còn non nớt. Do vậy, quản lý vĩ mô thận trọng có vai trò rất quan trọng đảm bảo tiến trình tự do hoá thành công. Đây là bài học kinh nghiệm đắt giá trong quá trình tự do hoá tài chính của Hàn quốc.

Dưới đây là một số giải pháp cải cách kinh tế vĩ mô cơ bản.

4.4.2.1 Thực hiện chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt.

Bài học chính về chính sách kinh tế vĩ mô từ kinh nghiệm của các quốc gia là một nước nên áp dụng chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt để đối phó hiệu quả với sự phát triển khá nóng của dòng vốn nước ngoài ngắn hạn và, trong nhiều trường hợp, làm giảm khả năng dễ bị tổn thương bởi sự đảo ngược của dòng vốn này.

4.4.2.2 Thực hiện chính sách tiền tệ theo hướng ổn định

Kinh nghiệm các nước cho thấy hai trong số những nguy cơ chính xảy ra từ chính sách tiền tệ mở rộng đối với hệ thống tài chính nằm ở tình trạng cho vay bừa bãi và lạm phát cao. Cơ chế vận hành cơ bản như sau: việc mở rộng tiền tệ cho phép ngân hàng dễ dàng cung cấp tín dụng cho các công ty hoặc cho ngành bất động sản ở mức lãi suất thấp. Điều này dễ cho phép một số khoản vay rủi ro và đẩy giá tài sản như đất và nhà lên cao. Kết quả giá tiêu dùng bị kéo lên theo.

Để duy trì sự ổn định về giá, NHTW buộc phải theo đuổi chính sách hạn chế bằng việc áp dụng lãi suất cao hơn. Chính sách tiền tệ thắt chặt làm giảm nhu cầu của nền kinh tế. Lãi suất cao và nhu cầu thấp tạo ra sự chênh lệch giữa chi phí cho vay và lợi tức đầu tư. Giá tài sản sau đó hạ xuống khi lợi tức từ tài sản không còn đủ chi trả chi phí vay tín dụng được nữa. Các ngân hàng do vậy gặp rất nhiều khoản vay xấu trong danh mục đầu tư của mình.

4.4.2.3 Thực hiện cải cách căn bản, toàn diện hệ thống giám sát tài chính

Chính sách tự do hoá tài chính nói chung và tự do hóa giao dịch vốn nói riêng chỉ có thể thực hiện khi một nước có hệ thống giám sát tài chính có hiệu quả. Để xây dựng một hệ thống giám sát hiệu quả, cần thực hiện các giải pháp như sau:

Thứ nhất, xây dựng và phát triển hệ thống quản trị doanh nghiệp trong lĩnh vực ngân hàng phù hợp với các thông lệ tốt và chuẩn mực quốc tế gắn liền với xây dựng văn hóa kinh doanh, tinh thần doanh nghiệp lành mạnh trong lĩnh vực ngân hàng. Đây là vấn đề then chốt nhằm tạo môi trường thuận lợi hình thành phong cách kinh doanh dựa trên cơ sở rủi ro và tăng cường kỷ luật thị trường, tính trách nhiệm và tính minh bạch trong hoạt động của các TCTD Việt Nam.

Thứ hai, hoàn thiện hệ thống qui chế quản lý và biện pháp thận trọng trong lĩnh vực ngân hàng theo hướng phù hợp với nguyên tắc thị trường và cam kết mở cửa thị trường dịch vụ ngân hàng; thúc đẩy cạnh tranh lành mạnh trên cơ sở từng bước tạo sân chơi bình đẳng, loại bỏ các rào cản gia nhập thị trường và tiếp cận dịch vụ ngân hàng mà đã từng là nguyên nhân tạo lên sự bất bình đẳng và hạn chế cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng. Có biện pháp khuyến khích kết hợp cường chế các TCTD nâng cao năng lực quản trị rủi ro, đồng thời nâng cao

các điều kiện cấp phép liên quan đến an toàn hoạt động và quản trị đối với các TCTD được thành lập mới.

Thứ ba, xây dựng thể chế giám sát ngân hàng mới đi đôi với thực hiện cơ chế giám sát dựa trên cơ sở rủi ro và xây dựng Luật Giám sát an toàn hoạt động ngân hàng trên nguyên tắc cải thiện tính độc lập gắn liền nâng cao với tính trách nhiệm và minh bạch của cơ quan giám sát ngân hàng.

Thứ tư, không ngừng hoàn thiện hạ tầng hỗ trợ giám sát an toàn hoạt động ngân hàng như: (i) đổi mới hệ thống kế toán ngân hàng phù hợp với các chuẩn mực kế toán quốc tế để tạo điều kiện thuận lợi cho các TCTD ứng dụng công nghệ quản trị ngân hàng hiện đại và tạo rào chắn chống lại sự lạm dụng và gian lận, trong đó đặc biệt lưu ý đến sự khác biệt giữa chuẩn mực kế toán Mỹ (GAAP) và chuẩn mực kế toán quốc tế (IFRS) trong xu hướng hợp nhất giữa hai chuẩn mực này; (ii) hiện đại hóa hạ tầng công nghệ và hệ thống thông tin, báo cáo phục vụ mục đích giám sát an toàn hoạt động ngân hàng; tăng cường các qui chế công bố thông tin; nâng cao chất lượng và mức độ tin cậy của thông tin thông qua cải thiện chất lượng và hiệu quả hoạt động kiểm toán độc lập; (iii) xây dựng và vận hành có hiệu quả cơ chế thực thi đấu tranh chống tội phạm trong lĩnh vực ngân hàng, trong đó quan tâm hơn đến việc hoàn thiện tổ chức bộ máy và cơ chế vận hành Trung tâm Thông tin chống rửa tiền. Cơ quan giám sát ngân hàng cần tăng cường trao đổi thông tin và phối hợp với các cơ quan giám sát tài chính trong nước trong việc triển khai giám sát hợp nhất và các cơ quan giám sát tài chính của các TCTD nước ngoài; (iv) đầu tư và phát triển nguồn nhân lực cho hệ thống giám sát ngân hàng phải đặc biệt được coi trọng và xem như nhân tố quyết định để tạo ra chuyển biến có tính đột phá trong ngắn hạn và bảo đảm sự phát triển bền vững trong dài hạn của hệ thống giám sát ngân hàng.

4.4.2.4 Tiếp tục cải cách pháp luật về dịch vụ tài chính

Cải cách pháp luật vừa là yêu cầu bắt buộc của quá trình tự do hoá dịch vụ tài chính đồng thời là công cụ để nhà nước có thể kiểm soát, ngăn ngừa hay ít nhất là hạn chế các tác động xấu của quá trình tự do hóa dịch vụ tài chính.

4.4.2.5 Nâng cao khả năng dự báo chính sách của chính phủ

Dự báo tốt giúp các cơ quan quản lý nhà nước nâng cao hiệu quả điều hành thực tiễn. Các giải pháp trước mắt bao gồm:

4.4.3. Các giải pháp cụ thể

4.4.3.1 Các giải pháp về tăng cường hiện diện thương mại

- **Thứ nhất**, về lâu dài cần tiếp tục thực hiện các quy định thận trọng trong việc cấp phép mới các tổ chức tài chính nước ngoài; đồng thời tùy tình hình và mục đích trong từng giai đoạn mà nới lỏng/thắt chặt hơn các quy định về cấp phép. Trước mắt, Việt Nam nên dừng việc cấp phép các tổ chức tài chính mới, cả trong nước lẫn nước ngoài.

- **Thứ hai**, nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các tổ chức tài chính trong nước.

- **Thứ ba**, thực hiện phân cấp thẩm quyền rõ ràng, tập trung việc cấp phép thành lập ngân hàng tại một đầu mối. Thanh tra Ngân hàng phải đóng vai trò chủ đạo trong việc giám sát trước và sau khi cấp phép.

4.4.3.2 Các giải pháp về tự do hóa dòng vốn quốc tế

Như đã phân tích ở trên, hiện nay Việt Nam chưa đủ điều kiện để tự do hóa tài khoản vốn một cách an toàn như chưa có nền kinh tế vĩ mô lành mạnh, một hệ thống tài chính và hạ tầng cơ sở giám sát vững chắc. Với định hướng tự do hóa giao dịch vốn có chọn lọc, Việt Nam cần áp dụng những giải pháp sau:

Thứ nhất, xóa bỏ các rào cản còn tồn tại đối với tự do hóa hoàn toàn giao dịch vãng lai.

Thứ hai, tiếp tục từng bước tự do hóa giao dịch vốn

Thứ ba, tiếp tục phát triển thị trường vốn thành một kênh huy động vốn dài hạn, an toàn, có hiệu quả cao cho đầu tư phát triển và từng bước hội nhập với thị trường vốn khu vực và thế giới.

4.5. Kiến nghị điều kiện để thực hiện giải pháp

4.5.1. Kiến nghị đối với Ngân hàng Nhà nước

NHNN cần tập trung vào những vấn đề sau:

- Tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật ngân hàng theo những cam kết với WTO tạo hành lang pháp lý thông thoáng cho hoạt động ngân hàng. Trong năm 2008, NHNN cần nhanh chóng trình các Luật Ngân hàng nhà nước mới và Luật các TCTD mới, Luật bảo hiểm tiền gửi, Luật giám sát an toàn hoạt động ngân hàng.

- Hoàn thiện cơ quan thanh tra, giám sát hoạt động ngân hàng chuyên nghiệp, hiện đại để tiến tới thành lập cơ quan thanh tra, giám sát đối với hệ thống tài chính (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm). Trước mắt, NHNN cần cấu trúc lại mô hình tổ chức và chức năng hệ thống thanh tra theo chiều dọc gồm 4 khâu: cấp phép, giám sát từ xa, thanh tra tại chỗ, xử lý vi phạm. Theo đó thanh tra NHNN chủ yếu thanh tra, giám sát hội sở chính TCTD nhằm nâng cao trách nhiệm của TCTD. Ngoài ra, để giám sát hiệu quả, NHNN cần xây dựng các chỉ tiêu giám sát theo CAMELS, thiết lập hệ thống xếp loại các tổ chức tín dụng theo CAMELS, xây dựng hệ thống cảnh báo sớm và hệ thống thông tin quản lý để kịp thời chấn chỉnh hoạt động của các TCTD cũng như hệ thống tài chính.

- Chủ động hơn nữa trong điều hành chính sách tiền tệ bằng các công cụ gián tiếp, hạn chế tối đa việc điều hành thông qua biện pháp hành chính; điều tiết lãi suất và tỷ giá phù hợp với cung cầu vốn, ngoại tệ hình thành mối quan hệ hợp lý lãi suất trong nước với lãi suất và tỷ giá thị trường quốc tế đáp ứng yêu cầu ổn

định tiền tệ và kinh tế vĩ mô; kiểm soát lạm phát ở mức hợp lý đảm bảo mục tiêu ổn định tiền tệ và tăng trưởng kinh tế.

4.5.2. Kiến nghị đối với hệ thống Ngân hàng thương mại

Hệ thống NHTM cần phải tập trung vào các vấn đề sau:

- Đẩy nhanh hơn nữa việc tái cơ cấu, nâng cao hơn nữa hiệu quả hoạt động, nâng cao năng lực cạnh tranh, xây dựng và đưa vào áp dụng các chuẩn mực quốc tế về quản trị ngân hàng, đặc biệt chú trọng vào quản trị rủi ro; xây dựng hệ thống kiểm tra kiểm soát nội bộ, chấn chỉnh chế độ tài chính, thống kê, kế toán thanh toán, kiểm toán theo thông lệ quốc tế.

- Nâng cao năng lực tài chính: tăng quy mô vốn tự có để thực hiện chỉ tiêu an toàn vốn (CAR) tối thiểu 8% và nâng cao chất lượng tài sản có đi đôi với việc nâng cao chất lượng tín dụng, thực hiện phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro theo thông lệ quốc tế; xây dựng chiến lược kinh doanh dài hạn phù hợp trên cơ sở đánh giá đúng thách thức, cơ hội phù hợp với lộ trình mở cửa.

- Phát triển nguồn nhân lực: nâng cao trình độ lao động thông qua đào tạo và thu hút nhân tài vào hệ thống ngân hàng.

- Phát triển cơ sở hạ tầng đặc biệt chú trọng phát triển hệ thống công nghệ thông tin nhằm đa dạng hóa sản phẩm, nâng cao chất lượng dịch vụ và áp dụng các chuẩn mực quản trị ngân hàng hiện đại.

- Riêng đối với NHTMCP, ngoài các biện pháp trên, cần đồng thời tăng cường liên minh, liên kết thông qua sát nhập, hợp nhất hoặc bán lại những NHTMCP yếu kém về hiệu quả kinh doanh nhằm nâng cao vị thế cạnh tranh trong thời gian tới.

4.5.3. Kiến nghị đối với Bộ Tài chính

- Tiếp tục hoàn thiện cơ chế, chính sách đảm bảo sự lành mạnh của thị trường, bao gồm các quy định bảo vệ người tiêu dùng như hoàn thiện các quy định về nội dung và phương thức giao kết hợp đồng bảo hiểm nhằm đảm bảo tính an toàn của giao dịch cho cả người mua lẫn công ty bảo hiểm và các đối tượng liên quan (đại lý, môi giới bảo hiểm). Cần có các quy định cụ thể và đặc thù hơn điều chỉnh hoạt động cạnh tranh đảm bảo cạnh tranh công bằng và lành mạnh trên thị trường ngành bảo hiểm, bởi đây là một ngành rất đặc thù và nhạy cảm.

4.5.4. Kiến nghị đối với các doanh nghiệp bảo hiểm

- Phát triển mạng lưới đại lý bảo hiểm chuyên nghiệp, doanh nghiệp môi giới bảo hiểm và các kênh phân phối khác.

- Đa dạng hóa các loại hình dịch vụ bảo hiểm

- Tích cực phối hợp với các cơ quan chức năng như Ngân hàng Nhà nước, Bộ Kế hoạch đầu tư... trong việc xây dựng, ban hành và tổ chức thực hiện quy định hướng dẫn về hoạt động cho vay của các tổ chức tín dụng phi ngân hàng

4.5.5. Kiến nghị đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

- Cải thiện bộ máy tổ chức của cơ quan quản lý, nâng cao năng lực quản lý và giám sát thị trường chứng khoán của cơ quan quản lý nhà nước;

- Cải thiện tính minh bạch và củng cố việc thực thi những quy định liên quan đến các giao dịch chứng khoán nhằm bảo vệ tính toàn vẹn và độ tin cậy của thị trường chứng khoán như là một nguồn tài chính quan trọng trong trung hạn.

- Nâng cấp cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin tại Sở giao dịch chứng khoán và Thị trường giao dịch chứng khoán;

- Hoàn thiện các khung pháp lý, thể chế và chính sách cho thị trường chứng khoán

4.5.6. Kiến nghị đối với các công ty chứng khoán

- Cải thiện quy mô vốn. Nếu có thể, một số các công ty chứng khoán nên chuyển sang loại hình công ty cổ phần để có nhiều lựa chọn tiến hành một số các giải pháp nhằm tăng vốn, chẳng hạn như phát hành cổ phiếu...
- Nâng cao chất lượng, mở rộng quy mô nguồn nhân lực của các công ty chứng khoán, đáp ứng nhu cầu thị trường hiện tại cũng như tương lai
- Nâng cấp và đổi mới hệ thống công nghệ thông tin nhằm tăng cường khả năng tiếp cận thị trường của nhà đầu tư.
- Thực hiện việc quản trị công ty chứng khoán theo thông lệ quốc tế tốt nhất. Nâng cao khả năng giám sát/kiểm soát nội bộ và hiệu quả tác nghiệp của công ty chứng khoán.

KẾT LUẬN

Để có thể xây dựng một thị trường tài chính có khả năng hỗ trợ và nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn lực tài chính trong và ngoài nước của tất cả các thành phần kinh tế, cần phải xây dựng một hệ thống chính sách và thể chế hoàn thiện để hỗ trợ sự phát triển của thị trường tài chính.

Phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế đặt ra yêu cầu phải mở cửa thị trường tài chính, hội nhập với thị trường tài chính toàn cầu. Mở cửa thị trường tài chính trong khi chưa xây dựng được một hệ thống luật pháp, chính sách, và thể chế hoàn thiện có thể làm cho hệ thống tài chính dễ bị biến động trước các cú sốc từ bên ngoài, trong trường hợp xấu có thể gây ra khủng hoảng tài chính.

Trong điều kiện gia nhập WTO, thị trường tài chính Việt Nam sẽ buộc phải mở cửa dần dần thị trường tài chính trong một tương lai gần, theo những cam kết Việt Nam đã thỏa thuận trong các Hiệp định thương mại song phương, và thỏa thuận gia nhập WTO.

Hàn quốc đã thực hiện quá trình mở cửa thị trường tài chính từ nhiều năm qua, và đã có nhiều kinh nghiệm trong việc đối mặt với các cú sốc và các cuộc khủng hoảng tài chính có thể cung cấp cho Việt Nam những tư liệu và bài học thất bại và thành công quý giá. Tự do hóa tài chính là một tất yếu khách quan không chỉ đối với các thành viên của WTO mà đối với tất cả quốc gia có ý định mở rộng quan hệ hợp tác song phương cũng như đa phương với phần còn lại của thế giới nhằm tìm kiếm những lợi ích to lớn tiềm tàng. Việt Nam cũng như Hàn Quốc 10 năm trước đã nhận thấy lợi ích từ việc tự do hóa tài chính đối với sự phát triển kinh tế của mình. Sau hơn một năm gia nhập WTO, Việt Nam đã nỗ lực thực hiện những cải cách trong hệ thống tài chính nhằm thực hiện tốt các cam kết về tự do hóa tài chính.

Qua nghiên cứu kinh nghiệm của Hàn Quốc đề tài đã đề xuất một số kiến nghị để phát triển bền vững thị trường tài chính ở Việt Nam.

Hà Nội, ngày tháng năm

BÁO CÁO TÌNH HÌNH TỔ CHỨC, THỰC HIỆN NHIỆM VỤ

I. THÔNG TIN CHUNG VỀ NHIỆM VỤ:

- 1. Tên Nhiệm vụ: *Nghiên cứu phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế - kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam*
- 2. Tên chủ nhiệm Nhiệm vụ: *PGS.TS. Nguyễn Thị Quy*
- 3. Tên tổ chức chủ trì thực hiện Nhiệm vụ: *Trường Đại học Ngoại thương*
- 4. Thời gian thực hiện Nhiệm vụ: *6/2007 - 12/2008*
- 5. Kinh phí được duyệt: *970 triệu đồng*

II. TỔ CHỨC, CÁ NHÂN THAM GIA THỰC HIỆN

- 1. Danh sách các tổ chức phối hợp:

STT	Các tổ chức đăng ký phối hợp	Các tổ chức đã tham gia thực hiện	Ghi chú
1	Yonsei University, Hàn Quốc	Yonsei University, Hàn Quốc	
2	Trường Đại học Quốc gia Seoul	Trường Đại học Quốc gia Seoul	
3	Trường Đại học Woosong	Trường Đại học Woosong	
4	Trường Đại học Kinh tế Quốc dân	Trường Đại học Kinh tế Quốc dân	
5	Trường Đại học Ngân hàng Tp. HCM	Trường Đại học Ngân hàng Tp. HCM	
6	Trường Đại học Mở Tp. HCM	Trường Đại học Mở Tp. HCM	

- 2. Danh sách những người tham gia thực hiện chính:

STT	Những người đăng ký tham gia	Những người đã tham gia thực hiện	Ghi chú
1	PGS.TS. Nguyễn Thị Quy	PGS.TS. Nguyễn Thị Quy	
2	TS Đặng Thị Nhân	TS Đặng Thị Nhân	
3	TS. Nguyễn Đình Thọ	TS. Nguyễn Đình Thọ	
4	ThS. Lê Thị Ngọc Lan	ThS. Lê Thị Ngọc Lan	
5	GS.TS. Nguyễn Đình Hương	GS.TS. Nguyễn Đình Hương	
6	TS. Nguyễn Văn Hà	TS. Nguyễn Văn Hà	
7	PGS. TS. Lê Bảo Lâm	PGS. TS. Lê Bảo Lâm	
8	GS.TS. Nguyễn Văn Nam	GS.TS. Nguyễn Văn Nam	
9	PGS. TS. Bùi Anh Tuấn	PGS. TS. Bùi Anh Tuấn	
10	TS. Phạm Hồng Chương	TS. Phạm Hồng Chương	

III. TIẾN ĐỘ VÀ KẾT QUẢ THỰC HIỆN

1. Thực hiện tiến độ của Nhiệm vụ so với hợp đồng:

TT	Nội dung	Sản phẩm phải đạt	Thời gian
(1)	(2)	(3)	(4)
1	Xây dựng và phê duyệt đề cương nghiên cứu	Thuyết minh được phê duyệt	01/2007-10/2007
2	Triển khai các đề tài nhánh: 9 đề tài nhánh	9 báo cáo tổng luận và 82 chuyên đề	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 1. Tự do hóa tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 2. So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 3. So sánh sự phát triển thị trường vốn trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 4. Các vấn đề về quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 5: Phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 6. Phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 7: Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong quá trình phát triển nguồn nhân lực phục vụ trong lĩnh vực tài chính và ứng dụng ở Việt Nam	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 8. Kinh nghiệm hội nhập tài chính của Hàn Quốc và xây dựng lộ trình hội nhập và thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
	Đề tài nhánh 9. Phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	1 báo cáo tổng luận	1/2007-6/2008
3	Tổ chức cho đoàn Việt Nam khảo sát các cơ quan quản lý thị trường và các trường đại học, viện nghiên cứu ở Hàn Quốc	Báo cáo khảo sát	10/2007-12/2007
4	Tổ chức cho đoàn Hàn Quốc khảo sát Việt Nam và tổ chức Hội thảo về xây	- Ký yếu hội thảo, - Các chuyên đề về phương	01/2008 10/2008

	dựng chính sách và thể chế để phát triển thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường vốn trong điều kiện hội nhập ở Việt Nam và Hàn Quốc. Thời gian khoảng 10 đến 15 ngày	pháp xây dựng chính sách và thể chế để phát triển thị trường tài chính - Báo cáo kết quả khảo sát và kỹ yếu hội thảo	
5	Tài liệu chuyên khảo về xây dựng chính sách và thể chế để phát triển thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường vốn trong điều kiện hội nhập ở Việt Nam và Hàn Quốc	Sách xuất bản và công bố rộng rãi	08/2008
6	Xây dựng nội dung khảo sát về xây dựng chính sách và thể chế để phát triển thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường vốn trong điều kiện hội nhập ở Việt Nam và Hàn Quốc	Đề cương khảo sát	7- 8/2007
7	Viết và sửa chữa báo cáo tổng hợp, viết báo cáo tóm tắt và kiến nghị của đề tài.	Bản chính báo cáo tổng hợp, viết bản báo cáo tóm tắt và kiến nghị	06/2008-07/2008
8	Tổ chức các hội thảo khoa học xin ý kiến chuyên gia về nội dung báo cáo tổng hợp, báo cáo tóm tắt và kiến nghị	Các bản góp ý	09/2008-10/2008
9	Hoàn thiện và tổ chức nghiệm thu	Báo cáo tổng hợp, báo cáo tóm tắt và kiến nghị hoàn chỉnh	11/2008-12/2008

2. Thực hiện các nội dung, công việc so với hợp đồng

2.1. Hội thảo khoa học:

TT	Tên Hội thảo	Địa điểm	Thời gian	Số lượng đại biểu	Số lượng báo cáo	Kỹ yếu	Ghi chú
1	Phát triển thị trường Tài chính Việt Nam sau khi gia nhập WTO	Trường Đại học Ngoại thương	26/12/2007	70	12	1	
2	Phát triển thị trường tài chính Hàn Quốc và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam	Trường Đại học Mở Tp. HCM	ngày 28/7/2008	80	10	1	

2.2. Khảo sát nước ngoài: (Tên nước khảo sát; số lượng, thành phần đoàn khảo sát; địa điểm, thời gian khảo sát; nhận xét chung về kết quả khảo sát)

- Nước khảo sát: Hàn Quốc
- Số lượng thành viên: 8 người
- Thành phần:

1. GS. TS. Hoàng Văn Châu	2. PGS.TS. Nguyễn Thị Quy
3. PGS.TS. Vũ Sĩ Tuấn	4. PGS.TS. Đỗ Thị Loan
5. TS. Nguyễn Đình Thọ	6. TS. Đặng Thị Nhân
7. ThS. Đào Thu Giang	8. ThS. Lê Thị Ngọc Lan
- Địa điểm: Trường Đại học Yonsei, Trường Đại học Quốc gia Hàn Quốc

- Thời gian: 9/12/2007 – 16/12/2007

- Nhận xét chung và kết quả khảo sát: Đoàn đã làm việc với các chuyên gia đầu ngành trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng của hai trường đại học. Trao đổi kinh nghiệm phát triển thị trường tài chính của Hàn Quốc, đặc biệt là kinh nghiệm vượt qua khủng hoảng. Các chuyên gia đã cung cấp tài liệu khá đầy đủ về toàn cảnh phát triển thị trường tài chính Hàn Quốc. Khối lượng tài liệu khá lớn và đầy đủ. Các buổi làm việc đã giúp nhóm nghiên cứu xây dựng định hướng khá rõ ràng cho đề tài.

2.3. Điều tra, khảo sát trong nước: *(Số lượng các cuộc điều tra, khảo sát; địa điểm, thời gian điều tra, khảo sát; phạm vi đối tượng điều tra, khảo sát; nhận xét chung về kết quả điều tra, khảo sát)*: Đoàn đã tiến hành khảo sát tài Hà Nội từ tháng 03/2008 tới tháng 08/2008 và thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng từ tháng 07/2008-08/2008. Tiến hành điều tra trực tiếp các đơn vị quản lý thị trường, tổ chức thị trường, các doanh nghiệp và khách hàng trong lĩnh vực tài chính-ngân hàng. Kết quả khảo sát đã giúp nhóm tổng hợp và xây dựng thành hệ thống kiến nghị.

2.4. Thuê khoán chuyên môn: *(thống kê các Nhiệm vụ nhánh, chuyên đề thành bảng riêng, kèm theo)*

- Các Nhiệm vụ nhánh, chuyên đề đã thực hiện

STT	Tên Nhiệm vụ nhánh, chuyên đề dự kiến thực hiện	Đã thực hiện	Tên tổ chức, cá nhân thực hiện	Ghi chú
1	Đề tài nhánh 1. Tự do hóa tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	Đề tài nhánh 1. Tự do hóa tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	TS. Nguyễn Đình Thọ	
	- Phân tích mô hình tăng trưởng tiền tệ của Keynes và kiểm soát tài chính (financial repression)	- Phân tích mô hình tăng trưởng tiền tệ của Keynes và kiểm soát tài chính (financial repression)		
	- Phân tích mô hình Hạn chế tài chính (financial restriction) và kiểm soát tài chính (financial repression) trong mô hình của McKinnon và Shaw	- Phân tích mô hình Hạn chế tài chính (financial restriction) và kiểm soát tài chính (financial repression) trong mô hình của McKinnon và Shaw		
	Một số vấn đề về tự do hóa tài chính ở Hàn Quốc	Một số vấn đề về tự do hóa tài chính ở Hàn Quốc		
	Tác động của tự do hóa tài chính đối với việc di chuyển vốn ở Hàn Quốc	Tác động của tự do hóa tài chính đối với việc di chuyển vốn ở Hàn Quốc		
	Tác động của tự do hóa tài chính đối với lạm phát và tăng trưởng ngắn hạn ở Hàn Quốc	Tác động của tự do hóa tài chính đối với lạm phát và tăng trưởng ngắn hạn ở Hàn Quốc		
	Tự do hóa tài chính trong khuôn khổ của WTO	Tự do hóa tài chính trong khuôn khổ của WTO		
	Kiểm soát tài chính và tự do	Kiểm soát tài chính và tự do		

	hóa tài chính ở Việt Nam	hóa tài chính ở Việt Nam		
	Điều kiện để tự do hóa tài chính ở Việt Nam và các biện pháp phòng chống rủi ro và khủng hoảng tài chính	Điều kiện để tự do hóa tài chính ở Việt Nam và các biện pháp phòng chống rủi ro và khủng hoảng tài chính		
	Một số giải pháp để thực hiện các cam kết quốc tế về tự do hóa tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	Một số giải pháp để thực hiện các cam kết quốc tế về tự do hóa tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc		
2	Đề tài nhánh 2: So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc	Đề tài nhánh 2: So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc	GS.TS. Nguyễn Văn Nam TS. Phạm Hồng Chương	
	Phân tích vai trò của thị trường tiền tệ trong lưu thông tiền tệ và huy động vốn ngắn hạn.	Phân tích vai trò của thị trường tiền tệ trong lưu thông tiền tệ và huy động vốn ngắn hạn.		
	Phân tích vai trò của thị trường tiền tệ trong điều hành chính sách tiền tệ và tỷ giá của mỗi quốc gia.	Phân tích vai trò của thị trường tiền tệ trong điều hành chính sách tiền tệ và tỷ giá của mỗi quốc gia.		
	Lịch sử quá trình phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam	Lịch sử quá trình phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam		
	So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam với Hàn Quốc	So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam với Hàn Quốc		
	So sánh vai trò của thị trường tiền tệ trong việc điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam với Hàn Quốc	So sánh vai trò của thị trường tiền tệ trong việc điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam với Hàn Quốc		
	So sánh vai trò của thị trường tiền tệ trong việc điều hành chính sách tỷ giá ở Việt Nam với Hàn Quốc	So sánh vai trò của thị trường tiền tệ trong việc điều hành chính sách tỷ giá ở Việt Nam với Hàn Quốc		
	So sánh các công cụ tài chính sử dụng trên thị trường tiền tệ Việt Nam với Hàn Quốc	So sánh các công cụ tài chính sử dụng trên thị trường tiền tệ Việt Nam với Hàn Quốc		
	Điều kiện để phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế	Điều kiện để phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế		
	Kiến nghị một số giải pháp để phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	Kiến nghị một số giải pháp để phát triển thị trường tiền tệ ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc		
3	Đề tài nhánh 3: So sánh sự phát triển thị trường vốn trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn	Đề tài nhánh 3: So sánh sự phát triển thị trường vốn trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn	TS. Nguyễn Văn Hà	

	Quốc	Quốc		
	So sánh giữa các hệ thống tài chính do ngân hàng kiểm soát (bank-based) và do thị trường điều tiết (market-based)	So sánh giữa các hệ thống tài chính do ngân hàng kiểm soát (bank-based) và do thị trường điều tiết (market-based)		
	Vai trò của thị trường vốn trong việc chuyển tiết kiệm thành đầu tư Vai trò của các trung gian tài chính trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư	Vai trò của thị trường vốn trong việc chuyển tiết kiệm thành đầu tư Vai trò của các trung gian tài chính trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư		
	Lịch sử quá trình phát triển thị trường vốn ở Việt Nam	Lịch sử quá trình phát triển thị trường vốn ở Việt Nam		
	So sánh sự phát triển thị trường vốn ở Việt Nam với Hàn Quốc	So sánh sự phát triển thị trường vốn ở Việt Nam với Hàn Quốc		
	Phân tích vai trò của thị trường vốn trong việc chuyển tiết kiệm thành đầu tư ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc	Phân tích vai trò của thị trường vốn trong việc chuyển tiết kiệm thành đầu tư ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc		
	Phân tích vai trò của các trung gian tài chính trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc	Phân tích vai trò của các trung gian tài chính trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc		
	Sử dụng mô hình định lượng để phân tích mối quan hệ giữa phát triển thị trường vốn và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam	Sử dụng mô hình định lượng để phân tích mối quan hệ giữa phát triển thị trường vốn và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam		
	Kiến nghị một số giải pháp để phát triển thị trường vốn ở Việt Nam	Kiến nghị một số giải pháp để phát triển thị trường vốn ở Việt Nam		
4	Đề tài nhánh 4: Các vấn đề về quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	Đề tài nhánh 4: Các vấn đề về quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	GS. TS Nguyễn Đình Hương	
	Phân tích ảnh hưởng của can thiệp của nhà nước tới hiệu quả hoạt động của hệ thống tài chính	Phân tích ảnh hưởng của can thiệp của nhà nước tới hiệu quả hoạt động của hệ thống tài chính		
	Phân tích các quy định pháp luật liên quan tới quản lý hệ thống tài chính	Phân tích các quy định pháp luật liên quan tới quản lý hệ thống tài chính		
	Phân tích vai trò của nhà nước đối với việc giám sát hệ thống ngân hàng	Phân tích vai trò của nhà nước đối với việc giám sát hệ thống ngân hàng		
	Mối liên hệ giữa chính sách kinh tế vĩ mô và các chính sách trong lĩnh vực tài chính	Mối liên hệ giữa chính sách kinh tế vĩ mô và các chính sách trong lĩnh vực tài chính		

	Phân tích vai trò của ngân hàng nhà nước đối với ổn định hệ thống tài chính quốc gia ở Hàn Quốc và vận dụng vào trường hợp Việt Nam	Phân tích vai trò của ngân hàng nhà nước đối với ổn định hệ thống tài chính quốc gia ở Hàn Quốc và vận dụng vào trường hợp Việt Nam		
	Phân tích vai trò của nhà nước đối với phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc	Phân tích vai trò của nhà nước đối với phát triển thị trường tài chính ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc		
	Thể chế hóa và xây dựng hệ thống pháp luật quản lý hệ thống tài chính ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc	Thể chế hóa và xây dựng hệ thống pháp luật quản lý hệ thống tài chính ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc		
	Vai trò của ngân hàng nhà nước đối với việc giám sát hệ thống tài chính ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc	Vai trò của ngân hàng nhà nước đối với việc giám sát hệ thống tài chính ở Việt Nam, so sánh với Hàn Quốc		
	Một số giải pháp nhằm tăng cường quản lý nhà nước đối với hệ thống tài chính	Một số giải pháp nhằm tăng cường quản lý nhà nước đối với hệ thống tài chính		
	Giải pháp để giám sát và kiểm soát hệ thống tài chính ở Việt Nam để phòng chống khủng hoảng tài chính	Giải pháp để giám sát và kiểm soát hệ thống tài chính ở Việt Nam để phòng chống khủng hoảng tài chính		
5	Đề tài nhánh 5: Phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	Đề tài nhánh 5: Phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	GS.TS. Hoàng Văn Châu	
	Phân tích vai trò của các định chế tài chính trung gian trong quá trình phát triển thị trường tài chính	Phân tích vai trò của các định chế tài chính trung gian trong quá trình phát triển thị trường tài chính		
	Thông tin bất đối xứng, sự lựa chọn bất lợi (adverse selection) và hiểm họa đạo đức (moral hazard)	Thông tin bất đối xứng, sự lựa chọn bất lợi (adverse selection) và hiểm họa đạo đức (moral hazard)		
	Phân tích tác động của phân phối tín dụng (credit rationing) tới hiệu quả hoạt động huy động và sử dụng vốn của các tổ chức tín dụng	Phân tích tác động của phân phối tín dụng (credit rationing) tới hiệu quả hoạt động huy động và sử dụng vốn của các tổ chức tín dụng		
	Vai trò của các trung gian tài chính trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	Vai trò của các trung gian tài chính trong việc lựa chọn và giám sát các dự án đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		
	Kinh nghiệm phát triển cá ngân hàng thương mại ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	Kinh nghiệm phát triển cá ngân hàng thương mại ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		
	Kinh nghiệm phát triển các	Kinh nghiệm phát triển các		

	ngân hàng đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	ngân hàng đầu tư ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		
	So sánh kinh nghiệm phát triển các tổ chức tín dụng phi ngân hàng ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	So sánh kinh nghiệm phát triển các tổ chức tín dụng phi ngân hàng ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		
	So sánh kinh nghiệm của các tổ chức tư vấn tài chính ở Hàn Quốc đối với	So sánh kinh nghiệm của các tổ chức tư vấn tài chính ở Hàn Quốc đối với		
	Một số giải pháp để phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam	Một số giải pháp để phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam		
	Một số giải pháp để khắc phục tác động của thông tin bất đối xứng và nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính.	Một số giải pháp để khắc phục tác động của thông tin bất đối xứng và nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính.		
6	Đề tài nhánh 6: Phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	Đề tài nhánh 6: Phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	PGS.TS Nguyễn Thị Quy	
	Vai trò của việc phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính	Vai trò của việc phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính		
	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm mới trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm mới trên thị trường tiền tệ Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		
	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn Quốc với Việt Nam	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ ở Hàn Quốc với Việt Nam		
	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Hàn Quốc với Việt Nam	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Hàn Quốc với Việt Nam		
	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc và vận dụng ở Việt Nam	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường cổ phiếu ở Hàn Quốc và vận dụng ở Việt Nam		
	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh ở Hàn Quốc và vận dụng ở Việt Nam	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh ở Hàn Quốc và vận dụng ở Việt Nam		
	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán bất động sản ở Hàn Quốc và vận dụng ở Việt Nam	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán bất động sản ở Hàn Quốc và vận dụng ở Việt Nam		
	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh mới (CDO, CDS) ở Hàn	Kinh nghiệm phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh mới (CDO, CDS) ở Hàn		

	Quốc và vận dụng ở Việt Nam	Quốc và vận dụng ở Việt Nam		
	Định hướng phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính ngân hàng ở Việt Nam	Định hướng phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính ngân hàng ở Việt Nam		
	Một số giải pháp để phát triển sản phẩm mới để đa dạng hoá sản phẩm tài chính ở Việt Nam	Một số giải pháp để phát triển sản phẩm mới để đa dạng hoá sản phẩm tài chính ở Việt Nam		
7	Đề tài nhánh 7: Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong quá trình phát triển nguồn nhân lực phục vụ trong lĩnh vực tài chính và ứng dụng ở Việt Nam	Đề tài nhánh 7: Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong quá trình phát triển nguồn nhân lực phục vụ trong lĩnh vực tài chính và ứng dụng ở Việt Nam	PGS. TS. Lê Bảo Lâm	
	Vai trò của phát triển nguồn nhân lực đối với sự phát triển của thị trường tài chính ở Việt Nam	Vai trò của phát triển nguồn nhân lực đối với sự phát triển của thị trường tài chính ở Việt Nam		
	Nghiên cứu kinh nghiệm của Hàn Quốc trong việc phát triển nguồn nhân lực để phục vụ cho thị trường tài chính	Nghiên cứu kinh nghiệm của Hàn Quốc trong việc phát triển nguồn nhân lực để phục vụ cho thị trường tài chính		
	Nghiên cứu các giải pháp hỗ trợ của nhà nước trong lĩnh vực đào tạo nguồn nhân lực cho thị trường tài chính ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	Nghiên cứu các giải pháp hỗ trợ của nhà nước trong lĩnh vực đào tạo nguồn nhân lực cho thị trường tài chính ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		
	Nghiên cứu khả năng đào tạo nhân lực cho lĩnh vực tài chính của các trường đại học Hàn Quốc và so sánh với các trường đại học Việt Nam	Nghiên cứu khả năng đào tạo nhân lực cho lĩnh vực tài chính của các trường đại học Hàn Quốc và so sánh với các trường đại học Việt Nam		
	Nghiên cứu các giải pháp hỗ trợ của nhà nước trong lĩnh vực đào tạo nguồn nhân lực cho thị trường tài chính ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	Nghiên cứu các giải pháp hỗ trợ của nhà nước trong lĩnh vực đào tạo nguồn nhân lực cho thị trường tài chính ở Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		
	Nghiên cứu khả năng đào tạo cấp bằng hành nghề trong lĩnh vực tài chính và so sánh với Việt Nam	Nghiên cứu khả năng đào tạo cấp bằng hành nghề trong lĩnh vực tài chính và so sánh với Việt Nam		
	Nghiên cứu nâng cao năng lực đào tạo nguồn nhân lực của các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam	Nghiên cứu nâng cao năng lực đào tạo nguồn nhân lực của các doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam		

	Phương hướng phát triển nguồn nhân lực trong lĩnh vực tài chính ở Việt Nam	Phương hướng phát triển nguồn nhân lực trong lĩnh vực tài chính ở Việt Nam		
	Các giải pháp để phát triển nguồn nhân lực trong lĩnh vực tài chính ở Việt Nam	Các giải pháp để phát triển nguồn nhân lực trong lĩnh vực tài chính ở Việt Nam		
8	Đề tài nhánh 8: Kinh nghiệm hội nhập tài chính của Hàn Quốc và xây dựng lộ trình hội nhập và thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính	Đề tài nhánh 8: Kinh nghiệm hội nhập tài chính của Hàn Quốc và xây dựng lộ trình hội nhập và thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính	TS. Đặng Thị Nhân	
	Nghiên cứu vấn đề tự do hóa tài chính trong khuôn khổ của WTO	Nghiên cứu vấn đề tự do hóa tài chính trong khuôn khổ của WTO		
	Nghiên cứu các quy định của WTO trong lĩnh vực tài chính	Nghiên cứu các quy định của WTO trong lĩnh vực tài chính		
	Tìm hiểu các cam kết của Hàn Quốc về lĩnh vực thị trường tài chính trong WTO	Tìm hiểu các cam kết của Hàn Quốc về lĩnh vực thị trường tài chính trong WTO		
	Tìm hiểu các cam kết của Việt Nam về lĩnh vực thị trường tài chính trong WTO	Tìm hiểu các cam kết của Việt Nam về lĩnh vực thị trường tài chính trong WTO		
	So sánh cam kết của Hàn Quốc và Việt Nam	So sánh cam kết của Hàn Quốc và Việt Nam		
	Xây dựng lộ trình xây dựng lộ trình hội nhập của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính	Xây dựng lộ trình xây dựng lộ trình hội nhập của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính		
	Một số giải pháp để thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính	Một số giải pháp để thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính		
	Điều kiện để thực hiện các giải pháp thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam trong lĩnh vực tài chính	Điều kiện để thực hiện các giải pháp thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam trong lĩnh vực tài chính		
9	Đề tài nhánh 9: Phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	Đề tài nhánh 9: Phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	PGS. TS. Bùi Anh Tuấn	
	Khái quát chung về các loại hình dịch vụ tư vấn tài chính	Khái quát chung về các loại hình dịch vụ tư vấn tài chính		
	Vai trò của việc phát triển dịch vụ tư vấn tài chính	Vai trò của việc phát triển dịch vụ tư vấn tài chính		
	Kinh nghiệm phát triển dịch vụ tư vấn tài chính Hàn Quốc	Kinh nghiệm phát triển dịch vụ tư vấn tài chính Hàn Quốc		
	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường dịch vụ tư vấn tài chính ở Hàn Quốc với	So sánh kinh nghiệm phát triển thị trường dịch vụ tư vấn tài chính ở Hàn Quốc với		

	Việt Nam	Việt Nam		
	Thực trạng phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam	Thực trạng phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam		
	Vận dụng kinh nghiệm phát triển thị trường dịch vụ tư vấn tài chính Hàn Quốc vào Việt Nam	Vận dụng kinh nghiệm phát triển thị trường dịch vụ tư vấn tài chính Hàn Quốc vào Việt Nam		
	Định hướng phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam	Định hướng phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam		
	Một số giải pháp để phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam	Một số giải pháp để phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam		

- Nhận xét chung về kết quả thuê khoán chuyên môn: Các nhóm thực hiện và ký hợp đồng thuê khoán chuyên môn đã thực hiện đầy đủ đúng hạn.

2.5. Sơ tư tài liệu, dịch tài liệu (thống kê thành bảng riêng, kèm theo)

- Các tài liệu sơ tư

STT	Tên tài liệu	Số lượng (trang)
1	Korean Financial System	60
2	Korea and Its People	240
3	Restructuring Korea's Financial Sector for Greater Competitiveness	30
4	Emerging East Asian Local Currency Bond Markets: A Regional Update	50
5	Building Local Bond Markets: An Asian Perspective	45
6	Republic of Korea's Financial Reform: What are the Lessons	65
7	BIS Quarterly Review	75
8	Financial stability report	120
9	Financial systemt in Korea	100
10	Derivatives in Asia Pacific Markets	60
11	Interpreting the Korean Economic Crisis	12
12	Korea: the misunderstood crisis	25
13	Bond markets in the pacific rim: development, market structure and relevant issues in fixed-income securities markets	50
14	Developing the Government Bond Market in Korea after the Financial Crisis: Performance Evaluation Using Micro-data	75
15	Financial Supervisory Service Letter	20
16	Emerging Derivative Markets in Asia	35
17	Money, Interest and banking in Economic development	300
18	New Perspectives on the Financial System	300
19	Korean Banking reform following Asian crisis	100
20	causes and responses to Korea's Financial Crisis	80
21	Securities Market in Korea	200
22	A primer for investors in the Korean MBS market	25
23	Mortgage Securitization in Korea	35

24	Developing the corporate bond market: the Korean experience	250
25	The effects of financial globalization on the Korean financial markets and monetary policy	150

- Các tài liệu dịch của Nhiệm vụ

STT	Tên tài liệu dịch	Ngôn ngữ	Số lượng (trang)
1	Korean Financial System	Anh	60
2	Korea and Its People	Anh	240

3. Các điều chỉnh về nội dung, hoạt động trong quá trình thực hiện Nhiệm vụ đã báo cáo và được cơ quan quản lý đồng ý cho điều chỉnh:

4. Thống kê các sản phẩm đã đăng báo, tạp chí, sách xuất bản, các kết quả nghiên cứu đã được ứng dụng

- Phát triển hệ thống ngân hàng Việt Nam trong điều kiện tự do hóa tài chính và những vấn đề đặt ra, GS TS Hoàng Văn Châu, Tạp chí Kinh tế đối ngoại số 32.

- Chính sách tỷ giá hướng tới xuất khẩu-Kinh nghiệm của Hàn Quốc, PGS, TS Nguyễn Thị Quy, Tạp chí Kinh tế đối ngoại số 32.

- Hàn Quốc thực hiện tự do hóa tài chính theo WTO và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam, TS Đặng Thị Nhân, Tạp chí Kinh tế đối ngoại số 32.

- Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc và Bài học Kinh nghiệm cho Việt Nam, Tạp chí Phát triển Kinh tế, số tháng 10

- Giới thiệu một phương pháp mới để chứng minh công thức định giá quyền chọn Black-Scholes, Tạp chí Kinh tế Đối ngoại, Số 31, 2008

- Ứng dụng phương pháp Black-Scholes vào giải bài toán quyền chọn thực, Tạp chí Kinh tế Đối ngoại, Số 32, 2008

5. Nhận xét, đánh giá chung về kết quả thực hiện Nhiệm vụ: Đầy đủ, đúng hạn, và các kết quả có ý nghĩa khoa học, có khả năng vận dụng trong thực tiễn tại Việt Nam.

IV. Thực hiện kinh phí (có báo cáo đề nghị quyết toán kèm theo)

1. Kinh phí của Nhiệm vụ được duyệt: 970 triệu đồng

2. Tình hình sử dụng kinh phí theo các nội dung công việc chính đã được duyệt theo hợp đồng khoa học:

TT	Nội dung thuê khoán	Kinh phí được duyệt (VND)	KP đã thanh toán năm 2007	KP đã thanh toán năm 2008	KP chưa thanh toán năm 2008
KHOẢN I	THUÊ KHOẢN CHUYÊN MÔN				
I	Xây dựng đề cương chi tiết	1.000.000	1.000.000	0	

II	Bảo vệ và xét duyệt đề cương	2.000.000	2.000.000	0	
III	Các đề tài nhánh				
1	<u>Đề tài nhánh 1:</u> Tự do hóa tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	51.600.000	27.000.000	24.600.000	
2	<u>Đề tài nhánh 2:</u> So sánh sự phát triển thị trường tiền tệ trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc	51.600.000	27.000.000	24.600.000	
3	<u>Đề tài nhánh 3:</u> So sánh sự phát triển thị trường vốn trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ở Việt Nam và Hàn Quốc	51.600.000	27.000.000	24.600.000	
4	<u>Đề tài nhánh 4:</u> Các vấn đề về quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	56.600.000	30.000.000	26.600.000	
5	<u>Đề tài nhánh 5:</u> Phát triển các định chế tài chính trung gian ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	56.600.000	30.000.000	26.600.000	
	<u>Đề tài nhánh 6:</u> Phát triển sản phẩm mới trong lĩnh vực tài chính Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	56.600.000	30.000.000	26.600.000	
7	<u>Đề tài nhánh 7:</u> Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong quá trình phát triển nguồn nhân lực phục vụ trong lĩnh vực tài chính và ứng dụng ở Việt Nam	51.600.000	27.000.000	24.600.000	
8	<u>Đề tài nhánh 8:</u> Kinh nghiệm hội nhập tài chính của Hàn Quốc và xây dựng lộ trình hội nhập và thực hiện các cam kết quốc tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO trong lĩnh vực tài chính	46.600.000	24.000.000	22.600.000	
9	<u>Đề tài nhánh 9:</u> Phát triển dịch vụ tư vấn tài chính ở Việt Nam dựa trên kinh nghiệm Hàn Quốc	46.600.000	24.000.000	22.600.000	
	Tổng cộng III	469.400.000	246.000.000	223.400.000	
IV	Điều tra và xử lý số liệu	16.000.000	0	16.000.000	

V	Các loại báo cáo	17.000.000	0	17.000.000	
	CỘNG KHOẢN I	505.400.000	249.000.000	256.400.000	
KHOẢN II	NGUYÊN VẬT LIỆU, NĂNG LƯỢNG				
KHOẢN III	THIẾT BỊ MÁY MÓC CHUYÊN DỤNG	22.000.000	22.000.000	0	
KHOẢN IV	ĐOÀN RA CỦA CÁN BỘ VIỆT NAM SANG HÀN QUỐC	246.477.000	246.477.000	0	
KHOẢN V	ĐOÀN VÀO CỦA CÁC CHUYÊN GIA SANG VIỆT NAM (10 NGÀY)	7.000.000	0	7.000.000	
KHOẢN VI	CÁC KHOẢN CHI KHÁC				
I	Hội thảo, hội nghị				
1.1	Hội thảo tại Hà nội (cả ngày):	26.200.000	26.200.000	0	
1.2	Hội thảo tại TP Hồ Chí Minh (cả ngày):	26.200.000	0	26.200.000	
	Tổng cộng I	52.400.000	26.200.000	26.200.000	
II	Chi phí in ấn, mua tài liệu, dịch tài liệu	41.983.000	8.403.000	28.580.000	
III	Chi phí công tác trong nước				
3.1	Cán bộ nghiên cứu ở Tp. Hồ Chí Minh đi hội thảo khoa học tại Hà nội (2 người, 3 ngày)	7.020.000	7.020.000	0	
3.2	Cán bộ nghiên cứu ở Tp. Hồ Chí Minh đi dự lễ nghiệm thu cấp Nhà nước tại Hà nội (2 người, 3 ngày)	7.020.000	0	0	
3.3	Cán bộ nghiên cứu ở Hà nội đi hội thảo khoa học tại Tp. Hồ Chí Minh (7 người, 3 ngày)	25.470.000		28.020.000	
3.4	Cán bộ nghiên cứu ở Hà nội đi khảo sát tại Tp. Hồ Chí Minh (6 người, 3 ngày)	10.530.000	0	0	
	Cộng III	50.040.000	7.020.000	28.020.000	
IV	Chi phí đánh giá, kiểm tra, nghiệm thu				
4.1	Chi phí kiểm tra	10.000.000		10.000.000	
4.2	Chi phí nghiệm thu cấp cơ sở	5.000.000			5.000.000
4.3	Chi phí nghiệm thu cấp nhà nước	7.000.000			7.000.000
	Cộng IV	22.000.000	0	22.000.000	
V	Quản lý cơ sở	20.000.000	10.000.000	10.000.000	

VI	Phụ cấp trách nhiệm chủ nhiệm nhiệm vụ	2.700.000	900.000	1.800.000	
	CỘNG KHOẢN VI	189.123.000	52.523.000	116.600.000	12.000.000
	TỔNG CỘNG KHOẢN I + II + III + IV + V + VI	958.000.000	570.000.000	358.000.000	12.000.000

V. Thực hiện các quy định của pháp luật trong quá trình thực hiện Nhiệm vụ

Thực hiện đầy đủ, đúng qui định.

VI. Kết luận và kiến nghị

Đề tài nhận được duyệt phân bổ ngân sách quá muộn, 10 tháng sau khi triển khai.
Đề nghị phân bổ ngân sách sớm hơn theo đúng kế hoạch đã được phê duyệt.

Chủ nhiệm Nhiệm vụ

PGS, TS Nguyễn Thị Quy