

Thị trường vốn Việt Nam được hình thành từ những năm 1990 để đáp ứng nhu cầu huy động vốn cho Chính phủ và các doanh nghiệp. Thị trường vốn đã phát triển hoàn thiện về cấu trúc với 3 cấu phần là thị trường cổ phiếu, trái phiếu và chứng khoán phái sinh; từng bước trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế, với tốc độ tăng trưởng bình quân giai đoạn 2010 - 2020 đạt 22%/năm. Để đáp ứng nhu cầu huy động vốn cho đầu tư phát triển nền kinh tế trong thời gian tới, phát triển thị trường vốn sẽ tiếp tục là nhiệm vụ trọng tâm. Do đó, việc xây dựng định hướng phát triển thị trường vốn là cần thiết để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Theo đó, quan điểm, mục tiêu và các giải pháp của định hướng phát triển thị trường vốn giai đoạn 2021 - 2030 cần được cụ thể hóa, từ hoàn thiện khung pháp lý, phát triển nguồn cung, đẩy mạnh cầu đầu tư, đa dạng và nâng cao chất lượng dịch vụ thị trường đến thúc đẩy ứng dụng công nghệ và tăng cường các biện pháp quản lý, giám sát phối hợp giữa các bộ, ngành nhằm phát triển thị trường vốn an toàn, bền vững.

Từ khóa: Thị trường vốn, thị trường chứng khoán (TTCK), thị trường trái phiếu, huy động vốn.

Capital market of Viet Nam was formed in the 1990s to meet the needs of capital mobilization for the Government and corporations. Comply with the policy of the Party and the Government on developing the capital market in balance with the banking credit market, reducing the pressure of capital mobilization for the commercial banks, the capital market has been fully developed in structure consisting 3 components: the stock market, the bond market and the derivative securities market. Capital market is gradually becoming an important capital mobilization channel for the medium and long term with an average growth rate of 22%/year in the 2010 - 2020 period. In recent years, capital market development denotes both a goal and a major task. Therefore, orientations to develop capital market are necessary to promote economic growth. Accordingly, the perspectives, goals and synchronous solutions of these orientations need to be concretized, from completing legal framework, developing supply, enhancing investment demand, diversifying and improving the quality of market services to promoting the application of technology and strengthening measures of management, supervision and coordination among line ministries to develop an effective and sustainable capital market.

Keywords: Capital market, stock market, bond market, capital mobilization.

1. Tổng quan về thị trường vốn và vai trò đối với sự phát triển của thị trường tài chính và nền kinh tế

1.1. Khái niệm và các cấu phần của thị trường vốn

Trong lịch sử hình thành của thị trường tài chính, thị trường tiền tệ được hình thành trước, do nhu cầu vốn ban đầu chủ yếu là vốn ngắn hạn; cùng với quá trình phát triển nền kinh tế, nhu cầu vốn dài hạn bắt đầu xuất hiện, khi đó thị trường vốn ra đời. Xét trên khía cạnh chức năng của thị trường, thị trường vốn là

một bộ phận của thị trường tài chính, có chức năng cung ứng vốn dài hạn cho nền kinh tế.

Hiện nay, có nhiều cách phân loại về thị trường vốn. Căn cứ vào sự luân chuyển của nguồn vốn, thị trường vốn gồm: thị trường sơ cấp (có vai trò đảm bảo nguồn vốn trung và dài hạn được huy động thông qua phát hành các loại chứng khoán); thị trường thứ cấp (là thị trường mua bán lại chứng khoán đã phát hành trên thị trường sơ cấp để nâng cao tính thanh khoản cho chứng khoán sau khi phát hành). Căn cứ vào hàng hóa trên thị trường, thị trường vốn được phân thành: thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu và TTCK phái sinh.

Thị trường cổ phiếu: Cổ phiếu là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành. Thị trường cổ phiếu là thị trường được hình thành để giao dịch mua bán cổ phiếu, giá cả được hình thành trên quan hệ cung - cầu và gần như không có rào cản đối với thị trường này. Thị trường cổ phiếu, TTCK là “kim chỉ nam”, phản ánh “sức khỏe” của nền kinh tế. Biến động giá trên thị trường cổ phiếu cũng là một chỉ báo quan trọng để đưa ra đánh giá tổng thể nền kinh tế vĩ mô.

Thị trường trái phiếu: Thị trường trái phiếu là nơi diễn ra các hoạt động phát hành, giao dịch trái phiếu, là một bộ phận của thị trường vốn dài hạn, thực hiện cơ chế luân chuyển vốn trực tiếp từ nhà đầu tư sang tổ chức phát hành. Các chủ thể tham gia thị trường bao gồm tổ chức phát hành, các nhà đầu tư, các định chế tài chính trung gian và các tổ chức quản lý thị trường. Các sản phẩm trên thị trường bao gồm: trái phiếu chính phủ (TPCP), trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN).

Thị trường chứng khoán phái sinh: Chứng khoán phái sinh là công cụ tài chính được thể hiện dưới dạng hợp đồng giữa hai bên mua và bán, có giá trị được xác định dựa trên giá trị của tài sản cơ sở và được thanh toán tại một thời điểm nhất định trong tương lai. TTCK phái sinh là nơi diễn ra hoạt động mua và bán, giao dịch các sản phẩm chứng khoán phái sinh. Việc mua/bán chứng khoán phái sinh được thanh toán vào một ngày trong tương lai được quy định trong hợp đồng phái sinh. Việc thanh toán này có thể được thực hiện hoặc bằng vật chất hoặc bằng tiền. TTCK phái sinh là thị trường bậc cao của thị trường tài chính.

1.3. Đánh giá tính hiệu quả hoạt động của thị trường vốn

Để đánh giá mức độ phát triển của thị trường vốn, Ngân hàng Thế giới (WB) đã xây dựng bộ chỉ tiêu đánh giá mức độ phát triển của thị trường bao gồm:

(i) Quy mô của thị trường: Tại phần lớn các nước trên thế giới, trong các cấu phần của thị trường vốn, TTCK có quy mô lớn hơn thị trường trái phiếu, tuy nhiên, khoảng cách này đang có xu hướng thu hẹp. Đối với thị trường trái phiếu, theo khảo sát của Acharya và Li Bo (2019), quy mô thị trường TPDN thường cao hơn quy mô thị trường TPCP tại hầu hết các nước phát triển, nhưng lại tương đương nhau tại các nước mới nổi.

(ii) Tính dễ dàng tiếp cận: Theo báo cáo nghiên cứu của Ngân hàng Thanh toán quốc tế (BIS), các yếu tố đánh giá tính dễ dàng tiếp cận thị trường vốn bao gồm khả năng các tổ chức phát hành được đáp ứng nhu cầu vốn và sự đa dạng của các công cụ chia sẻ rủi ro giữa người vay vốn và nhà đầu tư. Cả hai yếu

tổ này đang được các quốc gia quan tâm khi hoàn thiện khung pháp lý và các chính sách điều hành hoạt động của thị trường vốn.

(iii) Tính ổn định: Chỉ tiêu đánh giá về độ ổn định của thị trường vốn được xem xét dựa trên việc thị trường vốn có hoạt động tốt trong những thời điểm biến động. Để đánh giá tính ổn định của thị trường vốn, cách đơn giản nhất là phân tích mức độ biến động và thời gian diễn ra các đợt biến động về lợi suất TPCP và giá chứng khoán.

Ngoài các tiêu chí nêu trên, mức độ phát triển của thị trường vốn còn được đánh giá qua các tiêu chí như sự đa dạng của các sản phẩm trên thị trường, cơ sở nhà đầu tư, sự phát triển của thị trường thứ cấp và sự phát triển của các định chế tài chính trung gian.

1.4. Vai trò của thị trường vốn đối với sự phát triển của thị trường tài chính và nền kinh tế

Các cấu phần của thị trường tài chính là thị trường tiền tệ và thị trường vốn có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, trong đó, sự phát triển của thị trường này sẽ tạo cơ sở để thúc đẩy, phát triển thị trường khác. Thông qua thị trường vốn, nguồn tiết kiệm nhàn rỗi của dân cư được huy động, chuyển hóa vào hoạt động kinh tế; kích hoạt các nguồn lực tài chính, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính. Với các sản phẩm tài chính đa dạng và các phương thức đầu tư được thiết kế phù hợp với nhu cầu của nhà đầu tư, thị trường vốn cung cấp nhiều sản phẩm, dịch vụ tài chính như môi giới, giao dịch chứng khoán, dịch vụ đăng ký, lưu ký chứng khoán, dịch vụ thanh toán, tư vấn phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán, xếp hạng tín nhiệm, định giá chứng khoán... Những dịch vụ này tạo nên một thị trường tài chính với cấu trúc hoàn chỉnh, hoạt động hiệu quả.

Bên cạnh đó, thị trường vốn có vai trò rất quan trọng trong việc luân chuyển dòng vốn từ nơi thừa vốn đến nơi thiếu vốn trong nền kinh tế. Theo Burger và Warnock (2008), mức độ phát triển của thị trường vốn liên hệ, tác động trực tiếp đến sự phát triển của nền kinh tế. Các tính toán và phân tích dữ liệu lịch sử khẳng định mối liên hệ này và chỉ ra rằng sự phát triển của thị trường vốn dù theo mức độ nào cũng có tác động theo hướng tích cực đến sự phát triển của nền kinh tế. Đặc biệt, trong bối cảnh sự phát triển của nền kinh tế gắn với nhu cầu vốn, hoạt động đầu tư thì chức năng trung gian luân chuyển dòng vốn của thị trường vốn có vai trò quan trọng, quyết định khả năng cung ứng vốn cho phát triển kinh tế của cả khu vực công và khu vực tư nhân.

2. Phát triển thị trường vốn đến năm 2020 và định hướng phát triển thị trường vốn tại Việt Nam đến năm 2030

2.1. Thực trạng phát triển thị trường vốn giai đoạn 2010 - 2020 tại Việt Nam

Trong giai 2010 - 2020, các chiến lược, đề án, lộ trình phát triển TTCK, thị trường trái phiếu đã được ban hành¹ nhằm định hướng phát triển thị trường vốn trong dài hạn. Theo đó, sự phát triển của thị trường vốn trong giai đoạn này đã có những kết quả bước đầu.

Khung pháp lý về hoạt động thị trường vốn được ban hành đồng bộ

¹ Ngày 02/8/2007, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020; triển khai Chiến lược thị trường vốn được ban hành theo Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg.

Trong giai đoạn 2010 - 2020, Quốc hội đã ban hành Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán năm 2010, Luật Quản lý nợ công năm 2017, Luật Chứng khoán năm 2019. Chính phủ, Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước đã ban hành các văn bản hướng dẫn, qua đó tạo lập khuôn khổ pháp lý đồng bộ để phát triển thị trường vốn phù hợp với sự phát triển của thị trường và tiếp cận thông lệ quốc tế. Theo đó, tổ chức thị trường, cơ sở hạ tầng, quy trình tổ chức phát hành và niêm yết, đăng ký, giao dịch trên thị trường vốn, các sản phẩm hàng hóa trên thị trường, cơ sở nhà đầu tư được củng cố, hoàn thiện.

Thị trường vốn từng bước hoàn thiện về cấu trúc

Thị trường vốn từng bước phát triển hoàn thiện về cấu trúc, bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, TTCK phái sinh, trong đó thị trường cổ phiếu có vai trò nòng cốt.

Thị trường cổ phiếu được tổ chức thành 3 khu vực thị trường nhằm đáp ứng nhu cầu phát hành, niêm yết, giao dịch cổ phiếu của các loại hình doanh nghiệp, đồng thời đảm bảo khả năng quản lý, giám sát đối với các giao dịch trên thị trường, gồm: Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh là thị trường niêm yết đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn; Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội là thị trường niêm yết đối với doanh nghiệp có quy mô vừa, nhỏ; thị trường đăng ký giao dịch đối với cổ phiếu của công ty đại chúng chưa niêm yết (hệ thống Upcom).

Ngoài sản phẩm cổ phiếu cơ bản, trên thị trường đã hình thành sản phẩm chứng chỉ quỹ và chứng quyền có đảm bảo. Tính đến cuối năm 2020, thị trường có 3 chứng chỉ quỹ đóng, 1 chứng chỉ quỹ đầu tư bất động sản và 7 chứng chỉ quỹ hoán đổi danh mục (ETF) với tổng khối lượng niêm yết của các quỹ là 149 triệu chứng chỉ quỹ. Tổng tài sản ròng của 7 quỹ ETF đang niêm yết đạt khoảng 14,5 nghìn tỷ đồng. Thị trường chứng quyền có đảm bảo được niêm yết và đưa vào giao dịch từ ngày 28/6/2019. Tính đến ngày 31/12/2020 có 295 mã CW đã được phát hành trên 25 cổ phiếu cơ sở của 8 tổ chức phát hành.

Đối với thị trường trái phiếu, từ năm 2009, Bộ Tài chính đã tổ chức thị trường phát hành và giao dịch TPCP, TPCP bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương; trong đó, thị trường TPCP là thị trường đóng vai trò then chốt. Thị trường TPDN bao gồm hai phương thức là phát hành trái phiếu ra công chúng và phát hành trái phiếu riêng lẻ.

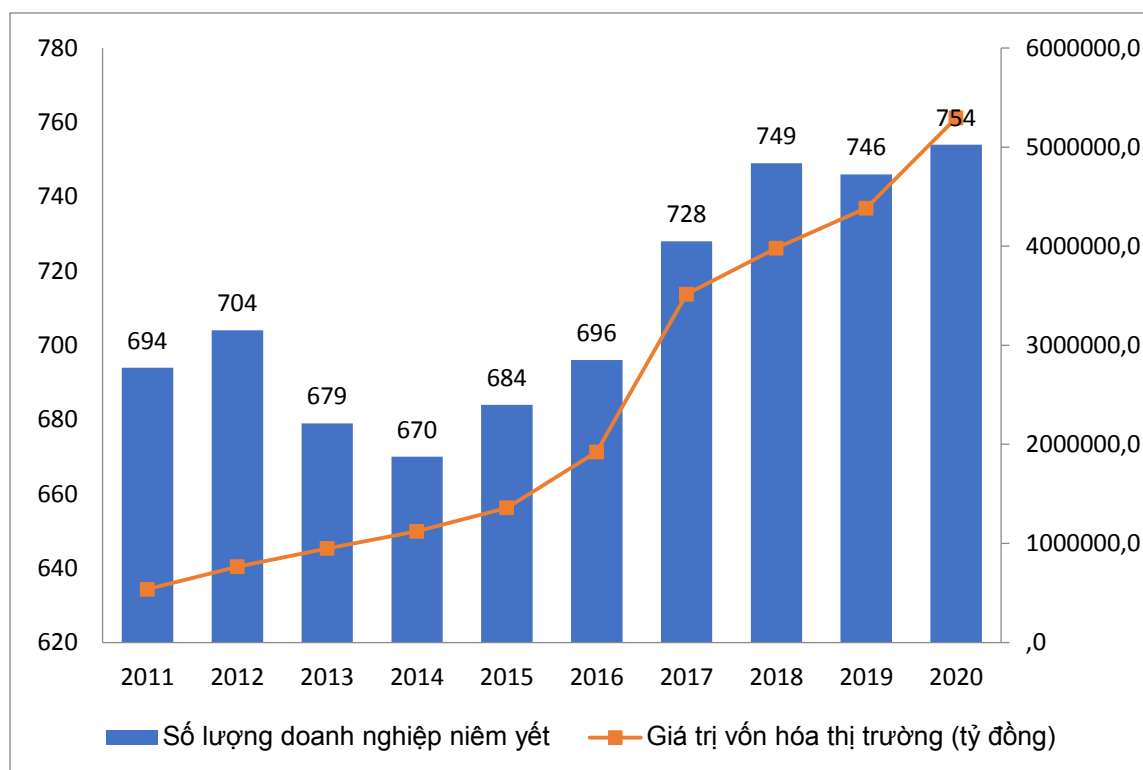
Thị trường chứng khoán phái sinh được chính thức khai trương vào ngày 10/8/2017. Việc khai trương và vận hành TTCK phái sinh bước đầu đã đạt được mục tiêu hoàn thiện cấu trúc của TTCK, đa dạng hóa sản phẩm, tạo công cụ phòng ngừa rủi ro mới cho những biến động trên TTCK cơ sở, góp phần tăng cường tính ổn định cho thị trường cơ sở.

Quy mô thị trường vốn có sự tăng trưởng và phát triển cả về chiều rộng và chiều sâu, góp phần huy động các nguồn lực cho đầu tư phát triển kinh tế, đạt và vượt các mục tiêu đề ra

Tính đến hết năm 2020, quy mô thị trường vốn đạt 131,95% GDP, trong đó, quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 84,12% GDP; thị trường trái phiếu đạt 47,83% GDP, vượt các mục tiêu đề ra đến năm 2020 tại Chiến lược Tài chính, Chiến lược phát triển TTCK và Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu. Đối với thị trường trái phiếu, quy mô thị trường TPCP đạt 28,3% GDP; thị trường TPDN đạt 17,1% GDP. Tăng trưởng vốn hóa thị trường cổ phiếu niêm yết đạt 23,7%/năm, là thị trường có mức tăng trưởng cao nhất

trong khu vực ASEAN.

Hình 1. Tăng trưởng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu, 2011 - 2020



Nguồn: HNX, HOSE

Tổng giá trị huy động vốn thông qua các đợt phát hành cổ phiếu giai đoạn 2011 - 2020 đạt 348.424 tỷ đồng, tăng gấp 10 lần so với giai đoạn 2000 - 2010. Trên thị trường trái phiếu, tổng khối lượng vốn huy động đạt khoảng 3,98 triệu tỷ đồng, gấp 8,3 lần so với giai đoạn 2000 - 2010, trong đó, khối lượng huy động vốn TPCP đạt 2,19 triệu tỷ đồng, khối lượng huy động vốn TPDN đạt 1,39 triệu tỷ đồng. Thị trường vốn đã và đang trở thành kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế.

Bảng 1. Giá trị huy động trên thị trường vốn, 2010 - 2020

Đơn vị: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tổng giá trị trái phiếu phát hành	125.576	227.468	271.335	306.091	355.185	421.142	400.491	463.169	578.644	828.144
TPCP	80.254	141.340	181.093	248.024	256.223	281.750	244.221	196.797	229.769	333.043
Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh	45.322	52.611	47.380	27.745	47.943	34.479	34.395	26.215	17.499	26.275

Trái phiếu chính quyền địa phương	0.0	4.810	8.450	7.400	8.250	3.500	2.174	800	969	2.000
TPDN	7.000	28.707	34.412	22.922	42.769	101.41 3	119.70 1	239.35 7	330.40 7	466.82 6
Cổ phiếu	39.199	4.713	52.217	25.570	29.795	25.754	32.637	51.094	60.495	26.950
Tổng giá trị huy động	164.77 5	232.18 1	323.55 2	331.66 1	384.98 0	446.89 6	433.12 8	514.26 3	639.13 9	855.09 4

Nguồn: Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Số lượng nhà đầu tư trên thị trường tăng trưởng qua các năm, các định chế trung gian và dịch vụ thị trường đã được thiết lập và đi vào hoạt động

Số lượng nhà đầu tư trên TTCK (nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức) có sự tăng trưởng qua từng năm. Số lượng tài khoản nhà đầu tư cá nhân trong nước đã tăng từ 1.486,6 nghìn tài khoản trong năm 2015 lên 2.662 nghìn tài khoản vào cuối năm 2020. Tỷ lệ tài khoản nhà đầu tư cá nhân trên TTCK trên tổng dân số đạt 1,7% vào cuối năm 2017 và khoảng 2,73% vào cuối năm 2020. Số lượng tài khoản nhà đầu tư nước ngoài tăng từ 17.877 tài khoản cuối năm 2015 lên 34.685 tài khoản vào cuối năm 2020.

Bảng 2. Số lượng tài khoản giao dịch nhà đầu tư trên TTCK, 2011 - 2020

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tron g nướ c	1.176. 822	1.277. 906	1.323. 027	1.428. 850	1.552. 003	1.693. 036	1.898. 993	2.154. 033	2.342. 679	2.736. 338
Tổ chức	4.494	5.274	5.462	6.009	6.642	7.439	8.472	9.298	10.119	11.251
Cá nhân	1.172. 328	1.272. 632	1.317. 565	1.422. 841	1.545. 361	1.685. 597	1.890. 521	2.144. 735	2.332. 560	2.725. 087
Nướ c ngo à i	15.221	15.762	16.150	16.870	17.789	19.353	22.561	28.294	32.215	35.071
Tổ chức	1.450	1.728	1.801	2.022	2.264	2.503	2.865	3.319	3.704	3.937
Cá nhân	13.771	14.034	14.349	14.848	15.525	16.850	19.696	24.975	28.511	31.134

Nguồn: Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam

Trên thị trường TPCP, cơ cấu nhà đầu tư có sự thay đổi tích cực. Cuối năm 2020, tỷ lệ nắm giữ TPCP của các ngân hàng thương mại giảm xuống 45,24%, tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư dài hạn (bảo hiểm xã hội, bảo hiểm tiền gửi, các doanh nghiệp bảo hiểm, quỹ đầu tư, nhà đầu tư nước ngoài) đạt 54,76%; trên thị trường có sự tham gia của nhà đầu tư 100% vốn nước ngoài. Đối với TPDN, nhà đầu tư chủ yếu là các công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại; tỷ trọng mua của các doanh nghiệp bảo hiểm và quỹ đầu tư có xu hướng tăng trong hai năm gần đây. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư cá nhân tham gia mua TPDN có xu hướng tăng trong năm 2020 (chiếm khoảng 12,8% khối lượng phát hành năm 2020).

Với việc hoàn thiện các chính sách về tổ chức và hoạt động, trên thị trường đã hình thành đa dạng các loại hình quỹ đầu tư như quỹ mở, quỹ thành viên, quỹ ETF, quỹ đầu tư bất động sản, quỹ hưu trí bổ sung tự nguyện và công ty đầu tư chứng khoán, qua đó thúc đẩy tính chuyên nghiệp, tạo sức cầu bền vững cho thị trường. Bên cạnh đó, thông qua tái cơ cấu quy mô và chất lượng hoạt động của các công ty chứng khoán, tổ chức kinh doanh chứng khoán ngày càng được nâng cao.

Cùng với sự phát triển của sản phẩm hàng hóa và cơ sở nhà đầu tư, quy mô thị trường thứ cấp có sự phát triển và tăng tính thanh khoản. Cuối năm 2020, trên thị trường cổ phiếu có 1.665 mã cổ phiếu, chứng chỉ niêm yết/đăng ký giao dịch. Thanh khoản thị trường tăng trưởng từ 523 tỷ đồng/phiên (năm 2011) lên bình quân 7.359 tỷ đồng/phiên (năm 2020). Trên thị trường TPCP, đến cuối năm 2020 có 454 mã trái phiếu niêm yết; giá trị giao dịch bình quân phiên tăng từ 364 tỷ đồng/phiên (năm 2011) lên 10.393 tỷ đồng/phiên (năm 2020).

Tính công khai, minh bạch trong hoạt động của thị trường vốn được tăng cường

Với mục tiêu bảo đảm bảo ổn định, an toàn hoạt động của thị trường và lợi ích của nhà đầu tư, công tác quản lý giám sát đối với hoạt động của thị trường vốn được tăng cường. Theo đó, bộ máy quản lý giám sát và năng lực quản lý giám sát của Nhà nước đối với thị trường vốn được tăng cường. Chất lượng công bố thông tin, quản trị công ty của doanh nghiệp niêm yết, đăng ký giao dịch đã tiệm cận thông lệ quốc tế. Hệ thống ứng dụng công nghệ thông tin và cơ sở dữ liệu được triển khai để phục vụ công tác quản lý, giám sát hoạt động chứng khoán và TTCK, tập trung vào các đối tượng tham gia thị trường như công ty đại chúng, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán và quỹ đầu tư chứng khoán, người hành nghề chứng khoán... Trên thị trường đã có những tổ chức xếp hạng tín nhiệm đi vào hoạt động và cung cấp dịch vụ.

Phát triển thị trường vốn liên thông với thị trường tín dụng, tiền tệ trong nước và hội nhập với thị trường quốc tế

Trong quá trình phát triển thị trường vốn, Bộ Tài chính đã phối hợp chặt chẽ với các bộ, ngành phát triển thị trường vốn an toàn, công khai, minh bạch, có sự phối hợp trong giám sát liên thông giữa thị trường vốn - thị trường tiền tệ, góp phần đảm bảo an ninh tài chính quốc gia.

Thị trường vốn, TTCK Việt Nam đã chủ động mở cửa, hội nhập quốc tế, tuân thủ các cam kết về mở cửa thị trường, áp dụng các thông lệ tốt để thúc đẩy thị trường vốn ngày càng phát triển. Từ năm 2015 trở lại đây, thị trường vốn Việt Nam tích cực tham gia vào các diễn đàn, sáng kiến phát triển thị trường vốn khu vực.

2.3. Những tồn tại, hạn chế trong quá trình phát triển thị trường vốn giai đoạn 2010 - 2020

Mặc dù có sự phát triển nhanh, nhưng quy mô của thị trường vốn còn nhỏ so với tiềm năng và các nước trong khu vực. Một số cấu phần của thị trường vốn còn chưa phát triển, thị trường TPDN phát triển chưa đồng đều, các doanh nghiệp vẫn chủ yếu phát hành TPDN riêng lẻ, tỷ lệ phát hành ra công chúng còn thấp. Thanh khoản thị trường TPCP vẫn phụ thuộc chủ yếu vào hoạt động của các ngân hàng thương mại, trong bối cảnh thị trường tiền tệ có nhiều biến động, thanh khoản thị trường thứ cấp không ổn định.

Hệ thống nhà đầu tư trên thị trường vốn mặc dù có sự cải thiện nhưng sự phát triển của các nhà đầu tư dài hạn (hệ thống quỹ hưu trí tự nguyện, các quỹ đầu tư) còn hạn chế. Trên TTCK, nhà đầu tư cá nhân vẫn chiếm số lượng lớn, trong khi bộ phận không nhỏ các nhà đầu tư cá nhân chưa có tiềm lực mạnh về tài chính, kinh nghiệm và kiến thức về đầu tư chưa vững.

Bên cạnh đó, trong một số thời điểm, chưa có sự liên kết, phối hợp đồng bộ trong hoạt động giữa thị trường vốn với thị trường tiền tệ - tín dụng ngân hàng nên hiệu quả hoạt động của thị trường vốn tại một số thời điểm, một số giai đoạn bị hạn chế, ảnh hưởng đến hoạt động của thị trường trái phiếu, TTCK.

Những tồn tại, hạn chế nêu trên xuất phát từ nguyên nhân tình hình kinh tế vĩ mô, cơ chế, chính sách thúc đẩy môi trường đầu tư, kinh doanh nói chung còn chưa đồng bộ; sự phối hợp giữa các bộ, ngành chưa kịp thời. Ngoài ra, tính tuân thủ pháp luật của các nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư cá nhân, đạo đức người hành nghề kinh doanh chứng khoán còn chưa cao. Các hiệp hội, tổ chức tự quản hoạt động trên thị trường vốn chưa phát huy vai trò trong hoạt động, còn hạn chế trong việc hỗ trợ nâng cao chuẩn mực, đạo đức kinh doanh trên TTCK.

3. Định hướng và giải pháp phát triển thị trường vốn giai đoạn 2021 - 2030

3.1. Bối cảnh và tiềm năng phát triển thị trường vốn

Trong giai đoạn 2021 - 2030, kinh tế Việt Nam được dự báo có lợi thế và thách thức đan xen. Theo đó, thị trường vốn sẽ có nhiều thuận lợi để phát triển như: thị trường tài chính ngày càng phát triển cả về lượng và về chất. Nhu cầu vốn đầu tư cho phát triển cơ sở hạ tầng, sản xuất - kinh doanh của nền kinh tế trong giai đoạn tới rất lớn. Quá trình hội nhập kinh tế quốc tế giúp thị trường Việt Nam dần tiếp cận với các chuẩn mực và thông lệ tốt nhất, nâng cao khả năng cạnh tranh trong việc thu hút nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, khung pháp lý đối với hoạt động của thị trường vốn được ban hành đồng bộ; năng lực quản lý giám sát, cưỡng chế thực thi được tăng cường là những yếu tố quan trọng thúc đẩy thị trường vốn phát triển.

Cùng với những thuận lợi nêu trên, hoạt động của thị trường vốn cũng sẽ gặp phải những khó khăn do tác động từ kinh tế vĩ mô và hoạt động nội tại của thị trường. Mối liên kết giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ chưa đảm bảo được sự ăn khớp, đồng bộ. Bên cạnh đó, nhu cầu huy động vốn của Chính phủ và các doanh nghiệp tăng cao để đáp ứng yêu cầu chi ngân sách nhà nước và phát triển sản xuất - kinh doanh của các doanh nghiệp sau đại dịch, trong khi cơ sở nhà đầu tư chưa đa dạng. Các cấu phần của thị trường tài chính vẫn chưa có sự liên kết chặt chẽ; cách mạng công nghiệp 4.0 đòi hỏi các doanh nghiệp, các định chế tham gia trên thị trường tài chính phải nhanh nắm bắt xu hướng, đổi mới và nâng cao chất lượng dịch vụ; áp lực cạnh tranh với các sở giao dịch chứng khoán trong khu vực và quốc tế

trong điều kiện mở cửa thị trường ngày càng lớn.

3.2. Quan điểm, chủ trương phát triển thị trường vốn

Văn kiện Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XIII đã đặt mục tiêu đến năm 2045, Việt Nam sẽ là nước phát triển. Những năm gần đây, Chính phủ xác định định hướng phát triển đất nước tập trung vào hai động lực tăng trưởng quan trọng là thúc đẩy năng lực sáng tạo và phát huy vai trò kinh tế tư nhân. Đối với thị trường tài chính, các đột phá chiến lược trong thời gian tới sẽ gắn với cơ cấu lại thị trường, khơi thông và phát huy tiềm lực của thị trường, đáp ứng nguồn lực cho phát triển kinh tế, đẩy mạnh hiện đại hóa, phát triển nền tảng tài chính số, hướng tới thị trường tài chính hiện đại, minh bạch, bền vững.

Trên cơ sở đánh giá thực trạng phát triển của thị trường vốn hiện nay, cũng như những phân tích về tiềm năng phát triển của thị trường trong thời gian tới, định hướng phát triển thị trường vốn để thị trường trở thành cấu phần quan trọng cho việc tăng trưởng kinh tế là cần thiết. Theo đó, quan điểm phát triển thị trường vốn giai đoạn 2021 - 2030 cần tập trung vào việc phát triển thị trường vốn một cách đồng bộ về quy mô, chất lượng và hiệu quả. Đảm bảo cơ cấu hợp lý giữa các cấu phần của thị trường, giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ - tín dụng ngân hàng; tăng cường mối liên kết giữa thị trường vốn với thị trường tiền tệ - tín dụng. Thị trường vốn trở thành kênh cung ứng nguồn vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế. Bên cạnh đó, công tác quản lý giám sát cần được đẩy mạnh dựa trên rủi ro, tổ chức vận hành thị trường vốn, hoạt động an toàn, minh bạch, hiệu quả và lành mạnh, đảm bảo an ninh tài chính quốc gia. Ngoài ra, ứng dụng công nghệ trên thị trường vốn cần được tăng cường áp dụng, đáp ứng nhu cầu của mọi loại hình tổ chức, cá nhân tham gia thị trường.

3.3. Xây dựng các mục tiêu phát triển thị trường

Căn cứ định hướng phát triển thị trường vốn nêu trên, mục tiêu giai đoạn 2021 - 2030 là hướng tới là phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường vốn Việt Nam, đưa thị trường vốn trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng nhất cho nền kinh tế, góp phần huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế. Đồng thời thị trường vốn hoạt động hiệu quả, đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin, đảm bảo tính công khai, minh bạch, tăng cường năng lực quản lý, giám sát và cưỡng chế thực thi nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; nâng cao tính cạnh tranh của thị trường và kết nối với các thị trường quốc tế.

Đặc biệt, phấn đấu đến năm 2025, giá trị vốn hóa của thị trường cổ phiếu đạt khoảng 85% GDP, dư nợ thị trường trái phiếu đạt 47% GDP, trong đó, dư nợ thị trường TPDN đạt khoảng 20% GDP. Phấn đấu đến năm 2030, giá trị vốn hóa của thị trường cổ phiếu đạt khoảng 110% GDP, dư nợ thị trường trái phiếu đạt 58% GDP, trong đó, dư nợ thị trường TPDN đạt khoảng 25% GDP². Mô hình tổ chức bộ máy về quản trị điều hành, quản trị rủi ro được hoàn thiện để nâng cao hiệu quả bộ máy tổ chức và hoạt động của Sở

² Tính toán trên cơ sở: (i) Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô đã được phê duyệt tại Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2021 - 2030: Tăng trưởng GDP đạt 6,5 - 7%/năm, tổng vốn đầu tư toàn xã hội khoảng 33 - 35% GDP; (ii) Các chỉ tiêu về vay, trả nợ công, nợ chính phủ giai đoạn 2021 - 2025 được phê duyệt tại Nghị quyết số 23/2021/QH15 ngày 28/7/2021: nợ công, nợ chính phủ giai đoạn 2021 - 2025 tương ứng trong khoảng 44 - 46% GDP và 40 - 42% GDP; tổng mức vay của ngân sách trung ương giai đoạn 2021 - 2025 khoảng 2,9 triệu tỷ đồng; (iii) Giả định tốc độ tăng trưởng thị trường cổ phiếu tương đương giai đoạn 2010 - 2020; (iv) Giả định tỷ lệ huy động vốn trên thị trường trái phiếu bình quân tương đương 25% tổng vốn đầu tư toàn xã hội.

Giao dịch chứng khoán Việt Nam trước năm 2023. TTCK Việt Nam cần sớm hoàn thành việc gia nhập nhóm các thị trường mới nổi trước năm 2025.

3.4. Các giải pháp phát triển thị trường vốn

Nhằm đạt được các mục tiêu tổng quát và mục tiêu cụ thể nêu trên, việc phát triển thị trường vốn cần đặt ra các giải pháp đồng bộ, tập trung vào các nhóm giải pháp chính gồm:

Hoàn thiện cấu trúc và thể chế thị trường

Khung pháp lý về hoạt động của thị trường cần được tiếp tục hoàn thiện, bao gồm chính sách về tổ chức và hoạt động của thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, TTCK phái sinh; nghiên cứu khung pháp lý về sản phẩm chứng khoán hóa và thị trường vốn đầu tư mạo hiểm; hoàn thiện chính sách về hoạt động đầu tư của các loại hình nhà đầu tư, các chính sách về thuế trên thị trường vốn.

Thị trường giao dịch chứng khoán tại Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam cũng cần được hoàn thiện tổ chức, sắp xếp lại các khu vực thị trường giao dịch chứng khoán theo lộ trình; vận hành hệ thống công nghệ thông tin đồng bộ tại các sở giao dịch chứng khoán và Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam; tổ chức thị trường TPDN riêng lẻ cho các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

Phát triển nguồn cung và thúc đẩy cầu đầu tư trên thị trường

Đối với thị trường cổ phiếu: Khuyến khích các loại hình doanh nghiệp thực hiện IPO gắn với niềm yết, đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán; hoàn thành kế hoạch cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước từng giai đoạn; đa dạng hóa các sản phẩm mới gắn với thị trường cổ phiếu cơ sở, hướng đến triển khai các loại hình sản phẩm đa cấu trúc, đồng thời triển khai các sản phẩm chứng khoán phái sinh phù hợp với nhu cầu và sự phát triển của thị trường. Xây dựng thị trường huy động vốn dành cho các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao, doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo.

Đối với thị trường TPCP: Phát hành đa dạng các kỳ hạn TPCP, TPCP bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương, thiết lập các sản phẩm tài chính và đường cong lãi suất chuẩn trên thị trường tài chính với đầy đủ các kỳ hạn; chủ động triển khai các nghiệp vụ tái cơ cấu thông qua hoán đổi, mua lại để tăng tính bền vững của danh mục nợ TPCP, giảm áp lực trả nợ cho ngân sách nhà nước. Nghiên cứu khả năng phát hành các sản phẩm trái phiếu mới phù hợp với sự phát triển của thị trường và nhu cầu của nhà đầu tư như trái phiếu có lãi suất thả nổi, trái phiếu có gốc, lãi được giao dịch tách biệt, trái phiếu gắn với chỉ số lạm phát, trái phiếu có nguồn thu từ dự án; triển khai phát hành TPCP xanh, trái phiếu chính quyền địa phương xanh để huy động vốn cho mục tiêu phát triển kinh tế bền vững.

Đối với thị trường TPDN: Khuyến khích các doanh nghiệp đa dạng hóa các loại hình trái phiếu phù hợp với nhu cầu huy động vốn; thúc đẩy việc chào bán trái phiếu ra công chúng; xây dựng quy chuẩn phát hành trái phiếu xanh để vừa tạo kênh huy động vốn cho các doanh nghiệp vừa thu hút thêm các nhà đầu tư; phát triển các sản phẩm TPDN dự án PPP, trái phiếu dự án để thúc đẩy thị trường vốn cho phát triển cơ sở hạ tầng.

Bên cạnh đó, cơ sở nhà đầu tư cần được mở rộng, tăng cường khả năng tiếp cận thị trường, phân biệt các chính sách, tiêu chí, tiêu chuẩn của các loại hình nhà đầu tư; tăng cường đào tạo, nâng cao năng lực phân tích, tiếp cận thị trường của các nhà đầu tư cá nhân; triển khai các loại hình quỹ đầu tư, phát triển

hệ thống quỹ hưu trí tự nguyện nhằm huy động các nguồn lực vào phát triển thị trường vốn, thị trường tài chính; cải cách hoạt động đầu tư của bảo hiểm xã hội; khuyến khích sự tham gia dài hạn của nhà đầu tư nước ngoài.

Tăng cường minh bạch và hiệu quả hoạt động thị trường

Hoạt động quản lý giám sát thị trường cần được nâng cao hiệu quả thông qua việc hoàn thiện hệ thống hạ tầng thông tin theo tiêu chuẩn quốc tế, vận hành hiệu quả trung tâm thông tin thị trường; đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý giám sát; tăng cường phối hợp, trao đổi thông tin giữa các cơ quan quản lý thị trường. Đồng thời, các giải pháp nâng hạng thị trường cũng cần được thực hiện hiệu quả, đảm bảo quyền bình đẳng trong việc tiếp cận thông tin của nhà đầu tư nước ngoài; cắt giảm và đơn giản hóa các thủ tục hành chính; sửa đổi các quy định về mở và sử dụng tài khoản vốn đầu tư gián tiếp.

Phát triển các định chế trung gian trên thị trường

Các công ty chứng khoán cần được khuyến khích mở rộng quy mô hoạt động, nâng cao năng lực tài chính, đa dạng và tăng cường hiệu quả dịch vụ. Dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cũng cần không ngừng nâng cao chất lượng, xây dựng thói quen sử dụng kết quả xếp hạng tín nhiệm khi phát hành, đầu tư TPDN. Nghiên cứu, đề xuất khả năng triển khai hoạt động của tổ chức cung cấp dịch vụ định giá trái phiếu để tăng tính chuyên nghiệp cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Thúc đẩy ứng dụng công nghệ thông tin trong hoạt động thị trường

Để thúc đẩy ứng dụng công nghệ thông tin trong hoạt động thị trường, trong thời gian tới cần đảm bảo chuẩn bị môi trường thể chế và pháp lý đầy đủ để khuyến khích phát triển các sản phẩm fintech phục vụ thị trường vốn. Theo đó, cần nghiên cứu xây dựng Đề án tổng thể về thúc đẩy fintech trên thị trường vốn, kết nối với thị trường tiền tệ và đồng bộ cho thị trường tài chính Việt Nam. Trên cơ sở đó, triển khai các sản phẩm fintech cho một số mảng thị trường hoặc một số công đoạn của quá trình giao dịch và thanh toán. Song song với việc phát triển thị trường fintech, các cơ quan quản lý cần nâng cao công tác quản lý giám sát thông qua việc ban hành các quy chế, chuẩn mực để đảm bảo sự tăng trưởng bền vững của thị trường vốn.

Phối hợp chặt chẽ thị trường tiền tệ, tín dụng và thị trường vốn

Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước cần tăng cường sự phối hợp trong việc trao đổi, cung cấp các thông tin để phối hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, tạo nền tảng ổn định kinh tế vĩ mô và phát triển thị trường tài chính. Đồng thời, tăng cường giám sát liên thông trên thị trường tài chính.

Các quy định về ngoại hối, mở tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài và các biện pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá cần được rà soát thường xuyên và bổ sung nhằm thu hút nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài vào thị trường vốn, thị trường trái phiếu; nâng cao tính chuyển đổi của đồng tiền Việt Nam theo các cơ chế, chính sách hiện hành của Nhà nước.

3.5. Lộ trình triển khai

Để triển khai nhiệm vụ phát triển thị trường vốn hiệu quả, ngoài vai trò chủ trì, điều phối của Bộ Tài chính, sự phối hợp của các bộ, ngành liên quan là rất quan trọng. Trước hết, xây dựng và trình Thủ tướng

Chính phủ ban hành Chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2021 - 2030 bao gồm mục tiêu, giải pháp và lộ trình triển khai các giải pháp phát triển TTCK, thị trường trái phiếu giai đoạn 2021 - 2030 trong tổng thể Chiến lược Tài chính giai đoạn 2021 - 2030. Trên cơ sở đó, giai đoạn 2021 - 2025 cần tập trung hoàn thiện khung pháp lý, đảm bảo đồng bộ và toàn diện, bao quát đầy đủ các hoạt động trên thị trường; giai đoạn 2026 - 2030 sẽ triển khai phát triển mọi mặt của thị trường vốn; đồng thời nghiên cứu, áp dụng các xu hướng mới phù hợp với tốc độ phát triển của nền kinh tế.

Tài liệu tham khảo

Tiếng Việt

1. Chính phủ (2007), *Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg ngày 02/8/2007 phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường vốn đến năm 2020*.
2. Chính phủ (2017), *Quyết định số 1191/QĐ-TTg ngày 14/8/2017 phê duyệt Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2018 - 2020, tầm nhìn đến năm 2030*.
3. Chính phủ (2019), *Quyết định số 242/QĐ-TTg ngày 28/02/2019 phê duyệt Đề án cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025*.
4. Chính phủ (2021), *Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 01/3/2012 phê duyệt Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020*.
5. Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB), *Sổ tay hướng dẫn thị trường trái phiếu các nước Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia, Singapore, Philippines, Indonesia*.
6. Nghị quyết Trung ương 5 của Bộ Chính trị khóa XII.
7. Nguyễn Văn Ngọc, *Từ điển Kinh tế học*, Đại học Kinh tế Quốc dân.
8. Văn kiện Đại hội Đảng khóa XIII.

Tiếng Anh

9. Burger, Warnock (2008), *Ingredients for a well-functioning capital market*, Tạp chí Kinh tế Hàn Quốc 2008, ấn phẩm số 24.
10. Viral V Acharya và Li Bo (01/2019), *Báo cáo nghiên cứu số 62 của CGFS*, Bank for International Settlements.

Bài đăng trên Tạp chí Kinh tế tài chính Việt Nam số 6/2021