

BẢN TIN PHÁP LUẬT

(Bộ môn Luật Tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học Luật Hà Nội)

Ban biên tập

Người thực hiện : Hoàng Minh Thái

Chịu trách nhiệm kiểm soát về nội dung : PGS.TS. Phạm Thị Giang Thu

Bản tin được xác định là tài sản của Ban biên tập, cấm vi phạm

Áp lực gia tăng nợ công của Việt Nam thực trạng và một số khuyến nghị chính sách

Nguồn: vnba.org.vn

NCS. Vương Thị Minh Đức - Ths. Ngô Thu Hoàng (TC Thị trường - Tài chính - Tiền tệ số 15.8.2014)

1. Thực trạng nợ công ở Việt Nam

Quản lý chi tiêu công là một vấn đề cấp thiết được cả xã hội quan tâm đặc biệt trong thời kỳ hậu khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Trong những năm qua, mô hình tăng trưởng của Việt Nam còn dựa nhiều vào đầu tư công, tỷ lệ này luôn ở mức cao nhưng hiệu quả mang lại từ hoạt động đầu tư công ngày càng giảm sút, lợi ích tăng trưởng và tăng thu ngân sách chưa bù đắp được các chi phí liên quan đến gia tăng đầu tư công và nợ công.

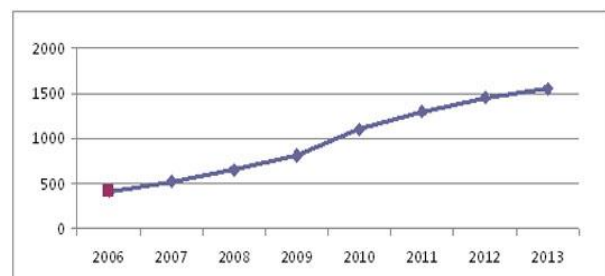
Theo đánh giá của các chuyên gia kinh tế, đầu tư công hàng năm ở Việt Nam chiếm khoảng 17-20% GDP trong khi đó con số này ở các nước trong khu vực như Trung Quốc, Thái Lan, Indonesia... thấp hơn rất nhiều.

Trong số này:

1. Áp lực gia tăng nợ công của Việt Nam thực trạng và một số khuyến nghị chính sách 1
2. Bàn về mô hình tổ chức các hoạt động ngân hàng đầu tư tại Việt Nam 12

Ở Việt Nam, nợ công bao gồm nợ trong nước và nợ ngoài của khu vực công bao gồm nợ của chính quyền trung ương, nợ của chính quyền địa phương nhưng không bao gồm nợ của doanh nghiệp nhà nước, kể cả những doanh nghiệp mà Nhà nước sở hữu trên 50%, chỉ có nợ của các doanh nghiệp nhà nước được chính phủ bảo lãnh mới được tính vào nợ công. Từ sau thời kỳ khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008 đến nay, nợ công ở Việt Nam có xu hướng tăng mạnh.

Nợ công ở Việt Nam từ 2006 đến 2013
Đơn vị: nghìn tỷ đồng



(Nguồn: tổng hợp từ The Economist.com)

Nếu như nợ công ở Việt Nam năm 2006 là 417.960 tỷ đồng (42,9%) đến năm 2012 là 1.453.466 tỷ đồng (55,7%); Tỷ lệ nợ công năm 2009, 2010, 2011, 2012 lần lượt là 49,8%; 56,3%; 54,9%, 55,7% và năm 2013 tỷ lệ nợ công duy trì ở mức 56,2%, trong đó nợ nước ngoài chiếm tỷ trọng lớn trong tổng mức nợ công của Việt Nam. Thời gian qua chi tiêu công tăng trong khi nguồn thu ngân sách lại có xu hướng giảm do thu từ thuế giảm dẫn tới tình trạng thâm hụt NSNN ngày càng lớn và để bù đắp thâm hụt NSNN nợ công của Việt Nam có xu hướng tăng cao.

Trong Báo cáo tình hình Kinh tế xã hội năm 2013 giải trình trước Quốc hội ngày 21/10/2013, Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng cho biết: Nợ công của Việt Nam trong các năm 2014 và 2015 dự kiến vẫn trong giới hạn an toàn (không quá 65% GDP). Tuy nhiên, áp lực trả nợ rất lớn bởi nếu tính cả khoản nợ nước ngoài của khu vực doanh nghiệp và nợ bằng trái phiếu không được Chính phủ bảo lãnh thì nợ công của Việt Nam có thể cao hơn rất nhiều, đe dọa đến tính bền vững của nợ công ở Việt Nam. Năm 2014, mức bội chi NSNN được Quốc hội thông qua là 5,3% GDP thì với tỷ lệ này đến cuối năm 2014 tỷ lệ nợ công của Việt Nam có thể xấp xỉ ở mức 60% GDP, dư nợ Chính phủ tăng khoảng 46% GDP và

nợ nước ngoài quốc gia khoảng 42% GDP.

Cơ cấu nguồn vốn đầu tư công ở Việt Nam

Năm	Cơ cấu trong tổng nguồn vốn đầu tư công (%)			Tỷ trọng so với GDP (%)		
	Vốn NSNN	Vốn vay	Vốn đầu tư của DNNN	Vốn NSNN	Vốn vay	Vốn đầu tư của DNNN
2000	43,6	31,1	25,3	8,8	6,3	5,1
2001	44,7	28,2	27,1	9,5	6,0	5,7
2002	43,8	30,4	25,8	9,4	6,5	5,5
2003	45,0	30,8	24,2	9,3	6,4	5,0
2004	49,5	25,5	25,0	9,7	5,0	4,9
2005	54,4	22,3	23,3	10,5	4,3	4,5
2006	54,1	14,5	31,4	10,3	2,8	6,0
2007	54,2	15,4	30,4	9,4	2,7	5,3
2008	61,8	13,5	24,7	8,7	1,9	3,5
2009	64,3	14,1	21,6	11,2	2,4	3,7
2010	44,8	36,6	18,6	7,2	5,8	3,0
2011	52,1	33,4	14,5	7,0	4,5	2,0
2012	54,8	32,4	12,8			

Hệ số ICOR của Việt Nam từ 2001-2013

Năm	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hệ số ICOR	4,98	4,8	4,84	4,85	4,33	4,9	4,8	4,8	8,97	8,05	8,18	5,9	5,8

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Những số liệu thống kê cho thấy trong cơ cấu nguồn vốn đầu tư công ở Việt Nam, vốn của các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) chiếm tỷ trọng khá thấp trong khi nguồn vốn vay lại chiếm tỷ trọng khá cao và có xu hướng tăng trong những năm gần đây. Việt Nam thường xuyên có thâm hụt ngân sách và nợ công của Việt Nam cũng đang có xu hướng tăng lên nhưng hiệu quả đầu tư

của Việt Nam lại đang có xu hướng giảm xuống. Bên cạnh đó, sự quản lý yếu kém cộng với những khó khăn kinh tế gần đây đã khiến một số DNNN làm ăn kém hiệu quả rơi vào tình trạng thua lỗ và đứng trên bờ vực phá sản như: Vinashin, Vinalines... Các DNNN này phải tìm tới sự cứu trợ của Nhà nước và ảnh hưởng tới sự an toàn của nợ công trong tương lai.

Căn cứ vào số liệu thống kê có thể thấy hệ số ICOR của Việt Nam tăng cao đáng kể ở giai đoạn 2009-2010 và có xu hướng giảm dần từ 2011 đến nay, tuy nhiên vẫn còn ở mức cao so với các nước trong khu vực và điều đó cho thấy hiệu quả đầu tư còn thấp. Lượng vốn của Nhà nước chi cho đầu tư công lớn nhưng do tình trạng lãng phí, thất thoát, kém hiệu quả giá trị thực của các công trình đầu tư công còn thấp hơn so với khoản chi NSNN đã quyết toán. Với cơ chế quản lý đầu tư công còn lỏng lẻo, thiếu minh bạch, chất lượng quy hoạch và lập dự án thấp, thiếu sự phối hợp đồng bộ giữa các cơ quan, bộ ngành có liên quan thì vấn đề quản lý đầu tư công nói chung, quản lý nợ công nói riêng vẫn là vấn đề trọng điểm mà chúng ta cần xem xét trong giai đoạn tới.

2. Những áp lực làm gia tăng nợ công

Bài toán nợ công là một bài toán khó đối với bất kỳ một quốc gia nào. Nợ công sẽ gây áp lực lên chính sách tiền tệ, đặc biệt là từ các khoản tài trợ nước

ngoài. Nếu kỷ luật tài chính của Nhà nước lỏng lẻo, nợ công sẽ tỏ ra kém hiệu quả và tình trạng tham nhũng, lãng phí sẽ tràn lan nếu thiếu cơ chế giám sát chặt chẽ việc sử dụng và quản lý nợ công hiệu quả.

2.1. Những áp lực trong ngắn hạn

Thứ nhất, áp lực chi cho các gói kích thích kinh tế

Sau khủng hoảng kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam cũng phải đối mặt với tình trạng suy giảm về mọi mặt, việc tăng chi để đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế xã hội là vô cùng cần thiết, đầu tư công, chi tiêu công được xem như một cú hích để kích tổng cầu, cú hích này là cần thiết trong giai đoạn trước mắt, sau đó khi nền kinh tế hấp thụ tốt thì lại phân đầu để giảm bội chi.

Để kích thích kinh tế, cũng giống như các nước khác, Chính phủ Việt Nam đã triển khai nhiều nhóm giải pháp nhằm từng bước giải quyết những khó khăn về tài chính của DN, hỗ trợ sản xuất kinh doanh, ngăn chặn suy giảm kinh tế. Cùng với những giải pháp, chính sách thuộc nhóm kích cầu đầu tư còn có các giải pháp, chính sách thuộc nhóm kích cầu tiêu dùng. Theo đánh giá, các gói giải pháp này đã thu được những kết quả đáng khích lệ, tạo ra “cú hích” cho nền kinh tế đang trong tình trạng trì trệ và suy giảm, được xã hội đồng thuận và đánh giá cao.

Tuy nhiên, cùng với những thành công đó tỷ lệ nợ công của Việt Nam cũng gia tăng đáng kể, từ chiếm 36,2% GDP năm 2008 lên 41,9% năm 2009 và đến năm 2013 con số này đạt 56,2%.

Thứ hai, nguy cơ rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất

Trong cơ cấu nợ công của Việt Nam, nợ nước ngoài chiếm tỷ trọng tương đối lớn, điều này còn đặt ra một rủi ro khác bên cạnh cạnh rủi ro lãi suất đó là rủi ro tỷ giá khi nợ vay chủ yếu bằng ngoại tệ, trong đó có những đồng tiền chủ chốt như USD và Yên Nhật. Trong khi đó, tỷ giá có chiều hướng nói rộng, nếu không được quản lý tốt sẽ đặt Việt Nam vào thế tiến thoái lưỡng nan đối với chính sách tỷ giá. Nghĩa là, nếu tiền đồng bị giảm giá sẽ làm tăng gánh nặng nợ nước ngoài của Việt Nam nói chung và nợ nước ngoài của Chính phủ nói riêng.

Thứ ba, sự sụt giảm nguồn thu

Trong những áp lực đối với nợ công, thâm hụt ngân sách của Chính phủ là một vấn đề trở nên quan trọng. Lý do là vì trong những năm gần đây, nguồn thu giảm đi do một bộ phận lớn các doanh nghiệp trong nền kinh tế gặp khó khăn, trong khi chi tiêu của Chính phủ, để đảm bảo giữ được tốc độ phát triển kinh tế ở mức hợp lý, đã không giảm tương ứng với mức giảm của nguồn thu.

Sự sụt giảm của tăng trưởng làm giảm nguồn thu NSNN. Chính sách tiền tệ và tài khóa chặt chẽ áp dụng kể từ năm 2011 đã đạt được mục tiêu ổn định vĩ mô, kiềm chế lạm phát song cũng có mặt trái là tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế giảm đi. Sử dụng số liệu thống kê tăng trưởng GDP theo quý và kỹ thuật kinh tế lượng để xác định xu thế tăng trưởng GDP trong giai đoạn gần đây cho thấy mặc dù tăng trưởng kinh tế sẽ không giảm đi song xu hướng tăng trưởng là chưa rõ.

Thứ tư, thách thức trong tái cơ cấu đầu tư công

Dù tỷ lệ đầu tư công từ NSNN có xu hướng giảm đi trong 2 năm gần đây song việc tìm kiếm nguồn lực đầu tư thay thế đầu tư công cho cơ sở hạ tầng gặp phải những khó khăn không nhỏ. Trong vài năm gần đây, đang có xu hướng thay thế đầu tư trực tiếp từ NSNN bằng tín dụng nhà nước trong đầu tư các công trình công cộng.

Hiện nay đang có kỳ vọng về việc sử dụng hình thức hợp tác công tư (PPP) như là một cách thay thế song việc triển khai PPP trên thực tế vẫn còn hạn chế. Việc tái cơ cấu đầu tư công sẽ không đơn giản do phải tiếp tục hoàn thiện các dự án đang dở từ nhiều năm nhằm đưa vào vận hành sử dụng. Hơn nữa do thực hiện phân cấp ngân sách mạnh mẽ trong vài năm gần đây nên Chính phủ cũng gặp khó khăn khi yêu cầu các địa phương cắt giảm chi tiêu NSNN.

Trong ngắn hạn, Việt Nam đang đối mặt với một thách thức. Nếu tiếp tục duy trì đầu tư công ở mức cao để hỗ trợ tăng trưởng thì sẽ phải chấp nhận bội chi ngân sách lớn hơn và nợ công tăng lên. Nếu chấp nhận cắt giảm mạnh đầu tư công để giảm thâm hụt NSNN thì cần chấp nhận tăng trưởng giảm sút, tình trạng việc làm khó khăn. Nói cách khác cần chấp nhận sự đánh đổi lợi ích - chi phí trong việc lựa chọn biện pháp trong ngắn hạn. Việc lựa chọn cách nào cũng cần phải có truyền thông, phổ biến rộng rãi để tạo sự đồng thuận khi thực hiện.

Thứ năm, gánh nặng đối với ngân sách Nhà nước

Trong 3 khoản chi lớn là chi thường xuyên, chi đầu tư phát triển và chi trả nợ viện trợ thì chi thường xuyên chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi NSNN và có xu hướng tăng lên qua các năm. Tỷ trọng chi thường xuyên có xu hướng gia tăng trong những năm gần đây làm giảm nguồn vốn đầu tư công và là gánh nặng cho NSNN.

Để thực hiện một số mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội mang tính chất ngành, lĩnh vực, trong nhiều năm qua Chính phủ đã ban hành và thực hiện các chương trình mục tiêu quốc gia và chương trình mục tiêu nhằm đạt được các mục tiêu trong từng ngành, lĩnh vực. Tuy nhiên, các chương trình mục tiêu hiện đang có xu hướng trở thành một nội dung chi hàng năm (chi NSNN

cho các chương trình mục tiêu Quốc gia khá lớn, chiếm 3,52% tổng chi NSNN) trong khi kết quả từ việc đầu tư từ ngân sách thực hiện các mục tiêu lại chưa rõ ràng, nhiều mục tiêu đạt thấp so với kế hoạch đề ra, một số chương trình có nội dung trùng lặp. Tỷ trọng chi thường xuyên trong tổng chi ngân sách cho các chương trình mục tiêu cũng đang có xu hướng tăng lên dẫn tới sự không rõ ràng trong thực hiện các mục tiêu phát triển. Hơn thế, việc hình thành các quỹ tài chính nhà nước ngoài ngân sách nhằm thực hiện một số nhiệm vụ cụ thể cũng đang làm phân tán nguồn lực tài chính nhà nước. 6 tháng đầu năm 2014, bội chi ngân sách nhà nước (NSNN) ước hơn 78.800 tỷ đồng, bằng 35,2% mức bội chi Quốc hội quyết định đầu năm.

Thứ sáu, thời gian đáo hạn các khoản vay nợ ngày càng gần

Theo báo cáo của Chính phủ, mức bội chi và phát hành thêm trái phiếu Chính phủ không vượt quá trần nợ công đến năm 2015 là 65% GDP. Tuy nhiên, Ủy ban Tài chính ngân sách (TCNS) nhận thấy, nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ đang có xu hướng tăng cao. Càng gần tới năm 2015 thì sức ép về thời hạn và cường độ trả nợ càng cao.

Nhưng điều quan trọng là, trong khi nợ công nước ngoài, chủ yếu thông qua các khoản vay ODA có lãi suất thấp, thời gian trả nợ kéo dài, không phải quá đáng ngại, thì khoản nợ vay trong nước

thường có lãi suất cao. Áp lực trả nợ cho các khoản vay này mới là điều cần phải bàn tới.

Áp lực sẽ càng lớn hơn khi những năm gần đây, kinh tế khó khăn, thu ngân sách cũng khó. Thậm chí, việc vay tiếp để trả nợ đã được nhắc tới.

Đơn vị: nghìn tỷ đồng.



Nguồn: MOF/Phạm Thế Anh

2.2 Những áp lực trong dài hạn

Thứ nhất, mô hình phát triển còn dựa nhiều vào đầu tư công và nợ công

Cốt lõi của việc ngày càng gia tăng nợ công Việt Nam hiện nay được cho là do mô hình tăng trưởng kinh tế theo hướng phát triển dựa quá nhiều vào tăng vốn đầu tư (đặc biệt là đầu tư công). Trong khi đó, hiệu quả mang lại từ đầu tư ngày càng giảm sút. Hệ số ICOR của Việt Nam cao hơn đáng kể so với các nước có cùng trình độ phát triển. Chính vì vậy, lợi ích từ tăng trưởng và tăng thu ngân sách chưa bù đắp được các chi phí liên quan đến gia tăng đầu tư công và nợ công. Tỷ lệ nợ công tăng lên sẽ

làm giảm mức hạng tín nhiệm của Chính phủ, từ đó làm tăng chi phí vay vốn. Nợ công tăng và áp lực trả nợ tăng trong khi tăng trưởng kinh tế thấp sẽ lại làm gia tăng nợ công. Và cái vòng luẩn quẩn lại tiếp tục khi Chính phủ đi vay nợ mới chỉ đủ để trang trải chi phí trả cho những khoản nợ cũ.

Thứ hai, thâm hụt ngân sách Nhà nước

Nợ công phát sinh do các cấp chính quyền chi tiêu nhiều hơn thu, nên phải vay nợ để bù đắp chênh lệch thu - chi, là hệ quả trực tiếp của thâm hụt ngân sách. Thâm hụt ngân sách ở Việt Nam diễn ra liên tục trong khoảng hơn một thập kỉ qua và có mức độ ngày càng gia tăng. Cụ thể, thâm hụt ngân sách không bao gồm chi trả nợ gốc của Việt Nam trung bình trong giai đoạn 2003 - 2007 chỉ là 1,3% GDP, nhưng con số này đã tăng hơn gấp đôi, lên 2,7% GDP trong giai đoạn 2008 - 2012. Để bù đắp bội chi, Việt Nam buộc phải vay trong nước và vay nước ngoài. Theo nguyên tắc cơ bản của quản lý nợ công bền vững, đó là “Nợ công ngày hôm nay phải được tài trợ bằng thặng dư ngân sách ngày mai”. Nhưng do số nợ vay phần lớn được sử dụng vào những mục đích không sinh lợi nên toàn bộ số chi trả nợ gốc phải trông vào phát hành nợ mới khiến ngân sách đứng trước vòng xoáy nợ nần với quy mô ngày càng lớn. Hơn nữa, với tỉ lệ tiết kiệm nội địa chỉ khoảng 27% GDP trong khi mức đầu tư toàn xã hội mỗi năm khoảng 42% GDP

thì Chính phủ sẽ lại phải tiếp tục đi vay rất nhiều khiến tính bền vững của nợ công càng giảm sút.

Thứ ba, đầu tư công lớn nhưng còn dàn trải và kém hiệu quả

Theo một con số thống kê, trong 10 năm qua, Việt Nam đã đầu tư công với 20 cảng biển quốc tế; 22 sân bay dân dụng... Cả nước có 27 tỉnh có bờ biển thì đã có tới 266 cảng biển lớn nhỏ, tức là trung bình mỗi tỉnh có tới gần 10 cảng, 4 khu công nghiệp. Tuy nhiên, tỉ lệ lấp đầy khu công nghiệp, khu kinh tế hay tỉ lệ hàng hóa cập cảng, lượng khách đi và đến sân bay đều không cao, trừ một số địa phương trọng điểm kinh tế, chưa kể đến nhiều dự án được phê duyệt nhưng không có sự thẩm định kỹ lưỡng dẫn đến chậm tiến độ, dừng tiến độ hay bỏ lửng. Sắp tới đây, ngân sách sẽ tiếp tục phải lo trả nợ cho những dự án chậm triển khai, như Dự án tuyến đường sắt đô thị (metro) Nhổn - Ga Hà Nội một lần nữa phải lui thời gian hoàn thiện đến cuối năm 2018 khiến ngân sách phải bồi hoàn gần 3 triệu euro. Hầu hết trong số những dự án này, nguồn tài trợ chủ yếu là từ ngân sách và nợ công. Các minh chứng này cho thấy, việc đầu tư tràn lan, thiếu quy hoạch tổng thể sẽ là một trong những nhân tố góp phần đẩy vốn đầu tư công lên cao.

Trong giai đoạn từ 2001-2010, tổng đầu tư toàn xã hội của Việt Nam thuộc vào diện cao nhất thế giới, trung bình đạt 40,8% GDP và có tốc độ tăng 18,7%

mỗi năm. Trong đó, tỉ trọng đầu tư công, mặc dù có xu hướng giảm trong vài năm gần đây, nhưng vẫn đứng ở mức xấp xỉ 40% trong tổng đầu tư toàn xã hội. Với việc tiết kiệm trong nước và tiết kiệm quốc gia chỉ chiếm lần lượt khoảng 28,5 và 32,5% GDP, thì sự gia tăng nhanh của tổng đầu tư toàn xã hội, trong đó có đầu tư công, đã tạo ra sự chênh lệch lớn giữa tiết kiệm và đầu tư của nền kinh tế. Theo lý thuyết, khi đầu tư càng lớn hơn tiết kiệm của nền kinh tế thì nguồn lực bên ngoài sẽ phải bổ sung càng nhiều. Hệ quả tất yếu là sự gia tăng nhanh của vay nợ nước ngoài nhằm bù đắp cho khoảng trống tiết kiệm - đầu tư trong những năm vừa qua.

Thứ tư, áp lực từ khối DNNN

Được định hướng giữ vai trò chủ đạo trong nền kinh tế, các DNNN đã nhận được nhiều sự ưu đãi của Chính phủ ở mọi góc độ tiếp cận tín dụng, đất đai, khai thác tài nguyên, tiếp cận thị trường, bảo hộ độc quyền... đến các hậu thuẫn về mặt chính trị khác. Đặc biệt, trong số các DNNN thì các tập đoàn kinh tế Nhà nước đã nhận được sự hậu thuẫn lớn của Chính phủ với kì vọng đưa khối doanh nghiệp này trở thành những mũi nhọn của nền kinh tế. Tuy nhiên, thay vì tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi, nhiều tập đoàn lại thực hiện đầu tư dàn trải vào các ngành nghề kinh doanh không phải thế mạnh của mình, bao gồm đầu tư tài chính, ngân hàng, chứng khoán, bất

động sản, khai thác khoáng sản, xây dựng, thương mại, khu nghỉ dưỡng... Bên cạnh đó là sự quản lý kém hiệu quả đối với các doanh nghiệp này đã dẫn đến lãng phí, thất thoát vốn lên đến hàng chục nghìn tỉ đồng...

Theo báo cáo của Chính phủ trình Quốc hội ngày 25/11/2013, tổng nợ của DNNN tính đến 31/12/2012 là gần 1.682 ngàn tỉ đồng. Trong đó, nợ của các doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ là gần 1.550 ngàn tỉ đồng, tương đương 52,5% GDP. Hệ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của nhóm doanh nghiệp này là 1,46 lần. Tuy nhiên, có tới 48 Tập đoàn, Tổng Công ty có hệ số này lớn hơn 3 lần. Trong đó, nhiều doanh nghiệp có hệ số nợ/vốn chủ sở hữu ở mức báo động như TCT Lắp máy Việt Nam (53,19 lần), TCT Xây dựng Bạch Đằng (20,97 lần), TCT Xây dựng Công trình Giao thông 8 (20,02 lần), TCT Xây dựng Công trình Giao thông 1 (18,41 lần), TCT Đầu tư Phát triển Đường Cao tốc (14,04 lần), TCT Xây dựng Hà Nội (12,15 lần) TCT Sông Đà (9,19) lần...

Nhiều doanh nghiệp có nợ nước ngoài lớn như EVN nợ 112,6 ngàn tỉ đồng, Vietnam Airlines nợ 27,8 ngàn tỉ đồng, PVN nợ 15,9 ngàn tỉ đồng, TCT Đầu tư Phát triển đường cao tốc nợ 14,3 ngàn tỉ đồng, TCT Cảng Hàng không nợ 7,5 ngàn tỉ đồng, VNPT nợ 6,9 ngàn tỉ đồng...

Vấn đề nằm ở chỗ khu vực này luôn nhận được ngân sách “mềm” từ Chính phủ. Khi các DNNN lâm vào khó khăn, các khoản nợ trong nước của các doanh nghiệp này thường được Chính phủ hỗ trợ dưới các hình thức bổ sung vốn, khoan nợ, giãn nợ, chuyển nợ, xóa nợ. Tất cả các hình thức ngân sách mềm này cuối cùng đều sẽ khiến chi tiêu ngân sách tăng. Để bù đắp phần chi tiêu ngân sách cho khu vực DNNN, Nhà nước sẽ buộc phải phát hành trái phiếu. Chính vì thế, rủi ro tài khóa và nợ công của Việt Nam càng trở nên trầm trọng khi không hy vọng gì các tập đoàn này có thể nhanh chóng vực dậy và trả được các khoản vay đầu tư “không lỗ” của mình.

Thứ năm, nhu cầu tăng chi xây dựng hạ tầng cơ sở

Một thực tế hiện nay là cơ sở hạ tầng của các đô thị lớn, các khu công nghiệp, công nghệ cao còn lạc hậu, trong khi không ít các công trình mới xây dựng chưa lâu đã xuống cấp nghiêm trọng. Trong công tác quy hoạch xây dựng cơ sở hạ tầng Việt Nam hiện còn nhiều khiếm khuyết như: thiếu quy hoạch đồng bộ tổng thể, thiếu hợp tác liên kết với các tổ chức quy hoạch hàng đầu thế giới, việc làm quy hoạch có tính khép kín trong các ngành và lĩnh vực có tính kỹ thuật, thiếu một tầm nhìn kinh tế tổng thể...

Thực trạng này hứa hẹn một viễn cảnh không sáng sủa về chi tiêu ngân sách,

nhất là trong bối cảnh thâm hụt ngân sách có xu thế gia tăng.

Thứ sáu, áp lực lựa chọn giữa tăng trưởng kinh tế và giảm thâm hụt ngân sách

Để chi trả cho các khoản vay nợ của mình, Chính phủ phải có một nguồn thu ổn định nếu như không muốn phải cắt giảm chi tiêu của mình. Tuy nhiên, thực tế có vẻ như tăng nguồn thu bởi các khoản thuế trực tiếp từ doanh nghiệp hoặc người dân không mấy khả thi trong bối cảnh tình hình kinh tế trong nước vẫn còn gặp nhiều khó khăn. Còn nếu như thực hiện thắt chặt chi tiêu, chính phủ có thể phải đánh đổi bằng việc suy giảm tăng trưởng kinh tế do không còn thực hiện được mục tiêu kích cầu như trước.

Với nhu cầu tiếp tục đầu tư để phát triển, Chính phủ sẽ phải tiếp tục đi vay (bên cạnh vốn đầu tư nước ngoài) để bù đắp khoản thiếu hụt đầu tư. Vấn đề đặt ra là Chính phủ phải chèo lái để giải quyết được thâm hụt ngân sách nhưng không đẩy nền kinh tế trở lại tình trạng suy thoái, trong khi các biện pháp để giải quyết hai vấn đề này lại có tác động không thuận chiều.

Thứ bảy, áp lực từ khả năng quản lý còn yếu kém

Căn bệnh kinh niên của Việt Nam vẫn đến từ nạn quan liêu, tham nhũng với việc sử dụng không hợp lý nguồn vốn công, mang tính dàn trải, chậm tiến độ,

thất thoát và lãng phí lớn đi kèm với sự quản lý lỏng lẻo dẫn đến việc cả những khoản vốn được sử dụng cũng chưa mang lại kết quả như mong đợi. Hậu quả là thâm hụt tài khóa, nợ đọng xây dựng cơ bản của chính quyền địa phương và nợ của khối doanh nghiệp Nhà nước mà Chính phủ có nguy cơ phải đứng ra trả nợ thay. Điển hình có thể kể đến trường hợp của các tập đoàn nhà nước lớn như các tập đoàn Vinashin, Vinalines, hay hiện tượng nhiều địa phương xây dựng cảng biển, sân bay, trung tâm thương mại, khu công nghiệp, sân golf...

Việc phân định trách nhiệm giữa các cơ quan trong vấn đề nợ công còn chưa rõ ràng. Khu vực Chính phủ chưa được tách bạch ra khỏi phần còn lại của khu vực công và phần còn lại của nền kinh tế. Chính sách và vai trò quản lý của khu vực công chưa được công khai cụ thể. Do quản lý nợ công chưa chặt chẽ nên tỷ lệ thất thoát của các công trình đầu tư nhà nước được thừa nhận không chính thức là từ 15% đến 45%. Với số nợ nước ngoài thống kê chính thức là 29 tỷ USD, có thể thấy phần thất thoát tài sản Nhà nước là không nhỏ, từ 4 tỷ USD đến khoảng 10 tỷ USD.

3. Một số vấn đề đặt ra

Quản lý chi tiêu công và quản lý nợ công là một bài toán khó đối với bất kỳ quốc gia nào. Ngày 27/07/2012, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 958/QĐ-TTg phê duyệt Chiến lược nợ

công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011 - 2020 và tầm nhìn đến năm 2030. Theo đó, quan điểm được nêu rõ trong quyết định là trong bối cảnh nhu cầu vốn cho phát triển kinh tế - xã hội lớn, khả năng huy động nguồn nội lực chưa đáp ứng đầy đủ nên việc huy động từ các nguồn vốn vay nợ trong và ngoài nước là cần thiết và có vai trò hết sức quan trọng. Đồng thời, việc huy động vốn vay và trả nợ phải nằm trong giới hạn các chỉ tiêu an toàn về nợ công, nợ Chính phủ, nợ nước ngoài của quốc gia và đảm bảo an ninh tài chính quốc gia; chuyển đổi cơ cấu vay theo hướng tăng dần huy động vốn vay trong nước, giảm dần mức độ vay nước ngoài và hạn chế bảo lãnh Chính phủ đồng thời Chính phủ thống nhất việc quản lý huy động, phân bổ, trả nợ và quản lý nợ công, nợ nước ngoài an toàn, hiệu quả.

Về chỉ tiêu cụ thể, vay trong và ngoài nước để bù đắp bội chi ngân sách Nhà nước theo hướng giảm dần bội chi ngân sách nhà nước, phần đầu đến năm 2015 (tính cả trái phiếu Chính phủ) dưới 4,5% GDP, giai đoạn 2016 - 2020 tương đương khoảng 4% GDP và giai đoạn sau năm 2020 bình quân khoảng 3% GDP; Cơ cấu dư nợ nước ngoài của Chính phủ trong tổng số dư nợ của Chính phủ phải giảm xuống dưới 50%, đảm bảo duy trì cơ cấu dư nợ cho vay ODA tối thiểu đạt khoảng 60% so với tổng dư nợ nước ngoài của Chính phủ vào năm 2020. Đồng thời, gắn với việc thực hiện đầy đủ nghĩa vụ trả nợ, không

để xảy ra tình trạng nợ quá hạn, làm ảnh hưởng đến các cam kết quốc tế của Chính phủ.

Thực hiện duy trì các chỉ số nợ công, nợ Chính phủ và nợ nước ngoài của quốc gia ở mức an toàn được Quốc hội phê chuẩn trong từng giai đoạn và từng bước phù hợp với thông lệ quốc tế. Bảo đảm nợ công (bao gồm nợ Chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương) đến năm 2020 không quá 65% GDP, trong đó dư nợ Chính phủ không quá 55% GDP và nợ nước ngoài của quốc gia không quá 50% GDP; Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ (không kể cho vay lại) so với tổng thu ngân sách nhà nước hàng năm không quá 25% và nghĩa vụ trả nợ của nước ngoài của quốc gia hàng năm dưới 25% giá trị xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ. Đồng thời, đảm bảo chỉ tiêu tỉ lệ dự trữ ngoại hối nhà nước so với tổng dư nợ nước ngoài ngắn hạn hàng năm trên 200%... Đến năm 2030 sẽ từng bước giảm dần nợ công ở mức không quá 60% GDP, trong đó nợ Chính phủ không quá 50% GDP và nợ nước ngoài của quốc gia không quá 45% GDP.

Để nâng cao hiệu quả quản lý nợ công thời kỳ hậu khủng hoảng, nhóm tác giả xin đưa ra một số đề xuất như sau:

Thứ nhất: Ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế đi kèm với kiểm chế lạm phát. Ổn định vĩ mô là nền tảng căn bản, thể chế, nguồn nhân

lực và kết cấu hạ tầng đồng bộ sẽ là những yếu tố nội sinh quyết định lợi thế cạnh tranh dài hạn của nước ta, tạo tiền đề vững chắc cho tăng trưởng kinh tế và phát triển bền vững,

Thứ hai: Nâng cao hiệu quả kinh tế. Một trong những vấn đề lớn của Việt Nam chính là việc các khoản nợ công và đầu tư công không mang lại lợi ích cần thiết, không hiệu quả dẫn đến thất thoát và ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế. Việc các tập đoàn lớn làm ăn thua lỗ lại càng gây nên tâm lý lo ngại cho giới đầu tư trong nước cũng như quốc tế. Các khoản nợ xấu của khối DNNN có thể khiến Chính phủ phải sử dụng ngân sách của mình để trả nợ, điều này có thể khiến cho ngân sách Chính phủ thâm hụt nặng hơn. Chính vì vậy, việc tái cấu trúc hệ thống DNNN cũng cần được đặt lên hàng đầu trong việc cải thiện tình hình nợ công của Việt Nam

Thứ ba: Hoàn thiện thể chế chính sách, bộ máy và công cụ quản lý nợ, tiếp tục sửa đổi các văn bản quy phạm pháp luật về quản lý đối với nguồn vốn vay nợ. Bên cạnh đó, Bộ Tài chính tiếp tục xây dựng các công cụ quản lý nợ, từng bước phù hợp với thông lệ quốc tế.

Thứ tư: Chú trọng công tác quản lý nợ chính quyền địa phương: hoàn thiện cơ chế huy động vốn vay và trả nợ vốn vay chính quyền địa phương; đa dạng hóa hình thức huy động vốn đầu tư phát

triển: phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, BOT, BTO, BT, PPP...; tập trung nguồn vốn đầu tư vào những công trình trọng điểm/cấp bách/có hiệu quả kinh tế cao.

Thứ năm: Công khai minh bạch thông tin về ngân sách Nhà nước và nợ công. Nhằm quản lý tốt thâm hụt ngân sách cũng như nợ công, điều quan trọng đầu tiên cho mỗi quốc gia chính là thực hiện công khai minh bạch về những vấn đề này.

Thứ sáu: Tăng nguồn thu ngân sách và cắt giảm chi tiêu công. Mặc dù có tỉ lệ thu NSNN ở mức cao trong khu vực nhưng Việt Nam vẫn thường xuyên phải chịu thâm hụt, điều này là do mức chi tiêu công quá cao mà phần lớn lại được chi cho các khoản chi thường xuyên mà không phải là chi cho đầu tư phát triển. Chính vì vậy, nếu như có thể cắt giảm và phân bổ lại các khoản chi thường xuyên của mình một cách hiệu quả, cụ thể là giảm thiểu đi cơ chế hành chính công kênh đang là gánh nặng của nền kinh tế, Việt Nam có thể khắc phục được tình trạng bội chi ngân sách của mình.

Thứ bảy: Đẩy mạnh phát triển thị trường trái phiếu trong nước; hoàn thiện bộ máy tổ chức cơ quan quản lý nợ, thúc đẩy huy động vốn đi cùng với việc vạch định kế hoạch trả nợ rõ ràng.

Bàn về mô hình tổ chức các hoạt động ngân hàng đầu tư tại Việt Nam

Nguồn: vnba.org.vn

Tạ Hoàng Hà (TC Thị trường - Tài chính - Tiền tệ số 16.8.2014)

Trong lịch sử tồn tại của mình, kể từ khi mới bắt đầu hình thành cho đến nay, hoạt động ngân hàng đầu tư được thực hiện dưới nhiều hình thức, do nhiều loại hình doanh nghiệp cung cấp, từ công ty chứng khoán, các công ty quản lý quỹ, ngân hàng thương mại (NHTM)... Trước đây tại Mỹ và Tây Âu, mô hình phổ biến thực hiện các hoạt động này là ngân hàng đầu tư chuyên biệt (chỉ thực hiện các hoạt động chứng khoán hóa) như Goldman Sachs, Merrill Lynch, Bear Stearn... và được tách biệt khỏi các nghiệp vụ NHTM truyền thống. Tuy nhiên gần đây, nhất là sau khi Đạo Luật Gramm Leach Bliley được ban hành năm 1999 tại Mỹ nhằm dỡ bỏ rào cản giữa NHTM và ngân hàng đầu tư, các hoạt động ngân hàng đầu tư trên thế giới đang có xu hướng hợp nhất với các hoạt động tín dụng khi các NHTM nỗ lực bán chéo sản phẩm để tận dụng lợi thế kinh tế về quy mô và đặc thù; từ đó hình thành nên mô hình các ngân hàng tổng hợp. Như vậy, có hai mô hình hoạt động ngân hàng đầu tư phổ biến, đó là (i) mô hình ngân hàng đầu tư chuyên biệt, và (ii) mô hình ngân hàng tổng hợp

Các mô hình hoạt động ngân hàng đầu tư trên thế giới

Mô hình ngân hàng đầu tư chuyên biệt

Các hoạt động của ngân hàng đầu tư chuyên biệt gồm có: dịch vụ tư vấn (gồm tư vấn mua bán sáp nhập, đầu tư vốn tư nhân, đầu tư vốn mạo hiểm, tư vấn tài chính cấu trúc), dịch vụ lưu ký, môi giới và chào bán chứng khoán, kinh doanh và bán hàng trên thị trường thứ cấp đối với nhiều loại tài sản và công cụ tài chính như (cổ phiếu, trái phiếu, ngoại tệ, hàng hóa, các sản phẩm phái sinh và các sản phẩm cấu trúc) thay mặt cho khách hàng cũng như trên tài khoản riêng của ngân hàng, các dịch vụ nghiên cứu và chiến lược.

Chức năng cốt lõi của ngân hàng đầu tư chuyên biệt (cũng như NHTM) là làm trung gian tài chính, tuy nhiên ở những khía cạnh khác nhau. Trong khi các NHTM trực tiếp thực hiện chức năng trung gian tài chính bằng cách nhận tiền gửi của nhà đầu tư và phân phối số tiền này theo hình thức cho vay, các ngân hàng đầu tư chuyên biệt lại thực hiện chức năng trung gian tài chính trên thị trường vốn bằng cách cho phép hoặc tạo điều kiện kinh doanh giữa nhà đầu tư và người sử dụng vốn. Bên cạnh chức năng là trung gian tài chính trên thị trường vốn, các ngân hàng đầu tư còn tham gia vào thị trường để đầu tư

kinh doanh bằng tài khoản của mình trên thị trường thứ cấp.

Mô hình ngân hàng tổng hợp

Mô hình ngân hàng tổng hợp là mô hình tại đó, các NHTM ngoài việc thực hiện các nghiệp vụ truyền thống của mình là huy động vốn và cấp tín dụng cho khách hàng, còn tham gia thực hiện các hoạt động ngân hàng đầu tư. Có thể phân chia ngân hàng tổng hợp theo các mô hình: đầy đủ, kiểu Đức, kiểu Anh và kiểu Mỹ.

Tại ngân hàng tổng hợp đầy đủ, các ngân hàng đa dạng hóa hoạt động (như hoạt động ngân hàng, kinh doanh chứng khoán, bảo hiểm, và các hoạt động khác) trong nội bộ, điều này có thể tận dụng tối đa lợi thế của hệ thống ngân hàng tổng hợp (như lợi thế kinh tế theo đặc thù, phân phối nguồn lực tối ưu, và ổn định lợi nhuận). Tuy nhiên, mô hình này dẫn đến xung đột lợi ích nghiêm trọng - đây chính là nhược điểm của mô hình ngân hàng tổng hợp. Một tổ chức lớn khi được quyền cung cấp hàng loạt các dịch vụ tài chính khác nhau sẽ dễ dẫn đến hoạt động không hiệu quả, bắt nguồn từ các tác dụng phụ và quan liêu.

Mô hình ngân hàng tổng hợp kiểu Đức thực hiện các dịch vụ ngân hàng truyền thống và các hoạt động chứng khoán nội bộ. Các hoạt động khác như bảo hiểm được thực hiện bởi các công ty con của ngân hàng. Trên thực tế, nhiều nước cấm ngân hàng thực hiện hoạt

động kinh doanh bảo hiểm. Do đó, mô hình ngân hàng tổng hợp kiểu Đức được cho là tương đồng nhất với mô hình ngân hàng tổng hợp đầy đủ, và vì vậy giữ lại hầu hết các ưu điểm và nhược điểm của ngân hàng tổng hợp đầy đủ.

Đối với mô hình ngân hàng tổng hợp kiểu Anh, các NHTM chỉ tập trung vào hoạt động NHTM truyền thống, và sử dụng các công ty con để thực hiện các dịch vụ chứng khoán cũng như bảo hiểm. Trong mô hình này, các ngân hàng mẹ chia sẻ hoạt động với các công ty con. Điểm mạnh của mô hình này là nếu có cú sốc ở một bộ phận thì các bộ phận khác không bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, xét về lợi ích kinh tế theo đặc thù thì hệ thống này lại không có lợi thế do không phải một đơn vị kinh doanh nhiều dịch vụ mà các hoạt động kinh doanh phi ngân hàng về mặt pháp lý là do một/một vài đơn vị riêng biệt thực hiện.

Trong mô hình ngân hàng tổng hợp kiểu Mỹ, một tổng công ty sẽ nắm giữ các công ty con, trong đó có ngân hàng. Tại đó, công ty con - là ngân hàng và các công ty con khác không thực sự liên quan mật thiết với nhau. Do đó, mô hình này khó có thể tận dụng lợi thế kinh tế theo đặc thù. Điểm mạnh của mô hình này là nếu có xảy ra lỗi ở một công ty con thì sẽ không ảnh hưởng tới các công ty con khác. Công việc kiểm toán có thể được thực hiện dễ dàng hơn

so với các mô hình khác cũng là một điểm mạnh của mô hình.

Lợi thế kinh tế theo đặc thù có thể được phân chia thành Cung và Cầu. Tại phía Cầu, ngân hàng dễ dàng tăng cầu bằng cách thỏa mãn nhu cầu đa dạng của khách hàng. Tại phía Cung, các tài nguyên đã được đầu tư như mạng lưới máy tính và thông tin khách hàng sẽ được chia sẻ và từ đó giảm chi phí vận hành chung. Theo khía cạnh này, mô hình ngân hàng tổng hợp kiểu Đức có nhiều lợi thế hơn kiểu Anh hoặc Mỹ, nhằm khai thác tối đa lợi thế kinh tế theo đặc thù.

Cơ sở pháp lý về hoạt động ngân hàng đầu tư tại Việt Nam

Ở Việt Nam, khái niệm “ngân hàng đầu tư” là một thuật ngữ mới đối với hệ thống tài chính và pháp luật nước ta. Hiện nay, chưa có văn bản pháp lý nào của Việt Nam quy định cụ thể cũng như đưa ra khái niệm ngân hàng đầu tư hay hoạt động ngân hàng đầu tư. Tuy nhiên, cũng như cách tiếp cận của các nhà lập pháp Tây Âu, hệ thống pháp luật của Việt Nam đã đưa ra quy định cụ thể đối với từng nghiệp vụ thuộc phạm trù hoạt động ngân hàng đầu tư.

Rõ ràng về bản chất, ngân hàng đầu tư không phải là tổ chức tín dụng thuần túy như các NHTM nên Luật các TCTD không đề cập khái niệm này, thay vào đó Luật này cho phép các TCTD được phép thực hiện một số nghiệp vụ chứng khoán thông qua công

ty con, công ty liên kết. Trước khi Luật TCTD năm 2010 có hiệu lực từ 01/01/2011, các NHTM vẫn được phép thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán sau khi đăng ký với cơ quan chủ quản là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) và được sự chấp thuận của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Tuy nhiên, một trong các thay đổi trọng yếu đến hoạt động ngân hàng đầu tư là việc các NHTM chỉ được phép kinh doanh các hoạt động ngân hàng đầu tư thông qua công ty con, công ty liên kết. Theo đó, Luật mới quy định mô hình NHTM ở Việt Nam là mô hình “NHTM đa năng hạn chế”, nghĩa là các NHTM được thực hiện các hoạt động ngân hàng truyền thống (như nhận tiền gửi, cấp tín dụng và cung ứng các dịch vụ thanh toán), và tùy theo mức độ rủi ro thị trường của từng nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, các NHTM được phép trực tiếp (Điều 107) hoặc gián tiếp (thông qua công ty con, công ty liên kết) thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư (Điều 103).

Đối với Luật Chứng khoán, tương tự như cơ sở pháp lý tại các nước có thị trường tài chính phát triển, khái niệm “hoạt động ngân hàng đầu tư” không được nêu chi tiết mà được định nghĩa đối với từng loại hình hoạt động riêng lẻ tại Luật Chứng khoán. Do đó, mặc dù không nêu rõ “hoạt động ngân hàng đầu tư” là gì nhưng Luật chứng khoán đã đưa ra khung pháp lý cần thiết cho từng hoạt động được công nhận là thuộc phạm trù ngân hàng đầu tư như

tự doanh chứng khoán, bảo lãnh phát hành, tư vấn, M&A, IPO... Luật Chứng khoán được ban hành năm 2006 và sửa đổi năm 2010 của Việt Nam đã đưa ra một khuôn khổ pháp lý cơ bản cho hoạt động chứng khoán nói chung và các hoạt động ngân hàng đầu tư nói riêng, loại bỏ những mâu thuẫn, xung đột với các văn bản pháp luật khác có liên quan nhằm hoàn thiện mô hình hoạt động của thị trường và thúc đẩy TTCK phát triển.

Như vậy, hiện nay cơ sở pháp lý nước ta chưa có quy định cụ thể về hoạt động ngân hàng đầu tư và mô hình tổ chức các hoạt động này. Tuy nhiên, Luật chứng khoán 2006 và Luật chứng khoán sửa đổi 2010 đã đưa ra quy định cụ thể cho phép các công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ được phép thực hiện một số nghiệp vụ ngân hàng đầu tư. Ngoài ra, Luật các Tổ chức tín dụng 2010 mới đây đưa ra hạn chế về việc thực hiện một số hoạt động ngân hàng đầu tư của các tổ chức tín dụng, qua đó các NHTM chỉ được phép thực hiện một số hoạt động ngân hàng đầu tư thông qua công ty con, công ty liên kết.

Cơ sở pháp lý cho thấy các hoạt động ngân hàng đầu tư tại Việt Nam được tổ chức tại các công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ, trong đó một số công ty chứng khoán/ quản lý quỹ hoạt động độc lập như các ngân hàng đầu tư chuyên biệt. Bên cạnh đó, một số công ty chứng khoán/quản lý quỹ thuộc

quyền sở hữu hoặc là công ty con/ công ty liên kết của các NHTM, vì thế được coi là mô hình ngân hàng tổng hợp/ đa năng hạn chế.

Hoạt động ngân hàng đầu tư được phép thực hiện theo quy định của pháp luật tại một số tổ chức		
Công ty chứng khoán	Công ty Quản lý quỹ	NHTM
▲ Môi giới chứng khoán ▲ Tự doanh chứng khoán ▲ Bảo lãnh phát hành chứng khoán ▲ Tư vấn đầu tư chứng khoán ▲ Dịch vụ tư vấn tài chính và các dịch vụ tài chính khác.	▲ Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán ▲ Quản lý danh mục đầu tư chứng khoán ▲ Huy động và quản lý các quỹ đầu tư nước ngoài có mục tiêu đầu tư vào Việt Nam	▲ NHTM phải thành lập hoặc mua lại công ty con, công ty liên kết để thực hiện: - bảo lãnh phát hành chứng khoán; - môi giới chứng khoán; - quản lý, phân phối chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán; - quản lý danh mục đầu tư chứng khoán và - mua, bán cổ phiếu ▲ Tư vấn tài chính doanh nghiệp, tư vấn mua, bán, hợp nhất, sáp nhập doanh nghiệp và tư vấn đầu tư. ▲ Mua, bán trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp

Thực trạng mô hình thực hiện hoạt động ngân hàng đầu tư tại Việt Nam

NHTM thực hiện hoạt động ngân hàng đầu tư qua công ty con

Có thể nhận thấy các hoạt động ngân hàng đầu tư trong hệ thống NHTM Việt Nam đang được tổ chức theo hai xu hướng:

Xu hướng thứ nhất và là xu hướng chủ yếu, trong đó các NHTM thành lập các công ty con là công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán và thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư của mình thông qua các công ty con này. Đây là mô hình ngân hàng tổng hợp theo kiểu Đức. Tất cả các NHTM Nhà nước và NHTMCP có vốn Nhà nước chi phối (sau đây gọi chung là NHTM Nhà nước) và đa số các NHTM cổ phần (nếu có) đều tổ chức hoạt động ngân hàng đầu tư của mình theo mô hình này.

Cổ đông lớn và Cấu trúc sở hữu Công ty chứng khoán, Công ty quản lý quỹ của các NHTM tại 31/12/2013

STT	Tên ngân hàng	Cổ đông chính	Tỷ lệ sở hữu	Công ty chứng khoán (tỷ lệ sở hữu)	Công ty quản lý quỹ (tỷ lệ sở hữu)
1	VietinBank	SBV	84,5%	100,00%	75,81%
2	Vietcombank	SBV	77,1%	100,00%	51,00%
3	BIDV	SBV	85,8%	88,12%	50,00%
4	Agribank	SBV	100,0%	75%	0%
5	MHB	SBV	100,0%	80%	0%
6	ACB	Standard Chartered APRL Limited	8,8%	100%	100%
7	NH Đông Á	PNJ	7,7%	100%	100%
8	Eximbank	Sumitomo Mitsui Banking Corporation	15,1%	10%	0%
9	Military Bank	Vietel	14,7%	82%	82%
10	Techcombank	Công ty Cổ phần Tập đoàn M&S	18,8%	100%	100%
11	Sacombank	Eximbank	10,3%	0%	0%
12	MSB	Cổ đông khác	100,0%	0%	0%
13	VP Bank	Cổ đông khác	4,9%	100%	0%
14	VIB	Commonwealth Bank of Australia	20,0%	0%	0%
15	SeABank	Société Générale	20,0%	10,45%	0%
16	HD Bank	Agribank	5,4%	0%	0%
17	Southern bank	United Overseas Bank Limited (UOB)	20,0%	0%	0%
18	Saigon bank	Văn phòng Thành ủy T.P Hồ Chí Minh	18,5%	0%	0%
19	SHBank	CTCP Tập đoàn T&T	8,9%	88%	0%
20	ABB	Maybank Banking Berhad (Maybank)	17,5%	8,85%	8,80%
21	VietCapital bank	CTCP Đầu tư Khu đô thị mới Sài Gòn	13,8%	11%	0%
22	OceanBank	Công ty Cổ phần Tập đoàn Đại Dương	20,0%	0%	0%
23	LPB	CTCP Him Lam	10,4%	11%	0%
24	KienLong Bank	Cổ đông khác	3,3%	0%	11%
25	PG Bank	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	40,0%	0%	0%
26	Meikong Bank	Fullerton Financial Holdings	20,0%	0%	0%
27	Bao Viet Bank	Tập đoàn Bảo Việt	52,0%	0%	0%
28	Nam A Bank	Công ty TNHH Rổng Thái Bình Dương	14,3%	8%	0%

Trong mẫu nghiên cứu gồm 28 NHTM trên cho thấy tất cả các NHTM Nhà nước đều có công ty con là công ty chứng khoán. Ngoại trừ Agribank và MHB không có công ty quản lý quỹ, 03 NHTM Nhà nước còn lại (VietinBank, Vietcombank, BIDV) đều có công ty con là công ty quản lý quỹ. Do đó, có thể nhận thấy toàn bộ các NHTM Nhà nước hiện đang thực hiện nghiệp vụ ngân hàng đầu tư thông qua các công ty con là công ty chứng khoán, một số có thêm công ty quản lý quỹ.

Đối với các NHTM cổ phần, 12/23 ngân hàng nghiên cứu có đầu tư vào công ty chứng khoán. Tuy nhiên, chỉ 6 (chiếm 26,09%) trong số này thực sự nắm quyền kiểm soát và do đó có thể thực hiện các nghiệp vụ chứng khoán hóa thông qua công ty con là công ty chứng khoán; 47,08% ngân hàng cổ

phần không đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán (kể cả dưới hình thức công ty liên kết); Còn lại 26,09% có đầu tư vào công ty chứng khoán nhưng với tỷ lệ thấp hơn 11% và chưa đủ bằng chứng cho thấy nhóm ngân hàng này có ảnh hưởng hay có quyền kiểm soát đối với các công ty chứng khoán góp vốn.

Tỷ lệ sở hữu các công ty quản lý quỹ của nhóm NHTM cổ phần thậm chí còn thấp hơn. Chỉ 17,39% ngân hàng được nghiên cứu có quyền kiểm soát đối với công ty quản lý quỹ, 83,6% còn lại không đầu tư vào lĩnh vực quản lý quỹ hoặc không nắm quyền kiểm soát tại các công ty quản lý quỹ được đầu tư.

Ngoài ra, xu hướng thứ hai là hình thành nên các tập đoàn tài chính trong đó NHTM, công ty chứng khoán hay công ty quản lý quỹ là công ty thành viên của một Tổng công ty/ tập đoàn. Trong 28 mẫu nghiên cứu kể trên, có 02 ngân hàng hoạt động theo mô hình này là Ngân hàng Đại Dương và Ngân hàng Bảo Việt. Cả hai đều thuộc tập đoàn hoạt động đa ngành trong đó, có nhiều công ty con độc lập thuộc nhiều ngành, lĩnh vực khác nhau như ngân hàng, chứng khoán, quản lý quỹ, bảo hiểm, bất động sản... Đây là xu hướng hình thành nên Ngân hàng tổng hợp kiểu Mỹ theo nghiên cứu của Saunders and Walter (1994).

Hoạt động của các công ty chứng khoán phụ thuộc và độc lập

Như đã được phân tích ở trên, các NHTM thực hiện các hoạt động ngân hàng đầu tư một cách gián tiếp thông qua công ty con là công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ. Bên cạnh đó, trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay tồn tại các công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ độc lập, không thuộc quyền sở hữu hay kiểm soát của bất kỳ NHTM nào.

Khi phân tích hoạt động của các công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ một cách độc lập, cần phân biệt ý nghĩa “độc lập” ở đây được hiểu là không có NHTM nào chi phối hoạt động hay nắm quyền kiểm soát của công ty. Nghiên cứu được thực hiện trên 155 mẫu công ty chứng khoán và 41 mẫu công ty quản lý quỹ trong các giai đoạn từ 2006 đến 2012.

Do một trong các quy định của pháp luật về việc thành lập công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ là phải có cổ đông sáng lập là NHTM, do đó, đa số các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ hiện nay tại Việt Nam đều có phần góp vốn của các NHTM. Tuy nhiên, để xác định phần góp vốn đó có mang tính kiểm soát hay không, nghiên cứu này coi các khoản góp vốn trên 50% vốn điều lệ và/hoặc TGD/ chủ tịch HĐQT của công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ là đại diện của NHTM là các khoản góp vốn mang tính kiểm soát, còn lại được coi là các công ty độc lập.

Các nghiên cứu đã tổng kết 03 hoạt động mang lại doanh thu lớn nhất của các công ty chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2005-2012 là: 1/Hoạt động môi giới chứng khoán (chiếm 14% tổng doanh thu); 2/ Hoạt động đầu tư góp vốn (39% tổng doanh thu); 3/ Hoạt động khác (40% tổng doanh thu).

Có thể nhận thấy sự mất cân đối trong tỷ trọng doanh thu của các công ty chứng khoán giai đoạn này. Mặc dù hoạt động trọng tâm của các công ty chứng khoán là môi giới chứng khoán, tự doanh và bảo lãnh phát hành chứng khoán, tuy nhiên hoạt động môi giới chứng khoán chỉ mang lại 14% tổng doanh thu. Hoạt động đầu tư góp vốn mang lại 39% tổng doanh thu song phần lớn lại không phải từ hoạt động tự doanh (proprietary trading) mà là đầu tư góp vốn dài hạn. Trong khi đó, các nghiệp vụ tư vấn và bảo lãnh phát hành lại vô cùng khiêm tốn và chỉ chiếm lần lượt 5% và 1% trong cơ cấu doanh thu. Điều đáng lưu ý là phần doanh thu lớn nhất của các công ty chứng khoán lại là các hoạt động khác, ở đây bao gồm lợi nhuận từ repo chứng khoán mà bản chất là các khoản cho vay kinh doanh chứng khoán và thu nhập từ lãi tiền gửi. Điều đó cho thấy các công ty chứng khoán Việt Nam chưa thực sự sử dụng vốn hiệu quả. Các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư chưa mang lại nguồn thu lớn, thậm chí là rất khiêm tốn, và điều này phản ánh thực trạng năng lực yếu kém của các công ty chứng khoán khi triển khai các nghiệp vụ này.

Phân tích chi tiết tỷ trọng trên theo loại hình công ty chứng khoán (i) thuộc sở hữu của NHTM hay (ii) là công ty độc lập, chúng ta không nhận thấy sự khác biệt lớn về cơ cấu doanh thu so với tỷ trọng trung bình toàn ngành. Hoạt động môi giới chứng khoán chiếm tỷ trọng tương đương nhau (lần lượt là 14% và 16%). Điều này cho thấy cả hai loại hình sở hữu này không chiếm ưu thế rõ rệt lên nghiệp vụ môi giới chứng khoán. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư góp vốn của công ty chứng khoán thuộc NHTM chiếm tỷ trọng thấp hơn hẳn so với các công ty chứng khoán độc lập. Ngoài ra, doanh thu từ các hoạt động khác (chủ yếu là repo chứng khoán) tại các công ty chứng khoán thuộc NHTM chiếm tỷ trọng lớn hơn 8%/tổng doanh thu so với các công ty chứng khoán độc lập. Điều này khiến các nhà đầu tư có thể cho rằng đây là dấu hiệu của việc các NHTM sử dụng công ty chứng khoán trực thuộc như một kênh cho vay khác nhằm tránh các quy định của NHNN (như tỷ lệ cho vay đối với một doanh nghiệp, lãi suất, tài sản đảm bảo...).

Phân tích chi tiết cơ cấu doanh thu của các công ty chứng khoán thuộc cả hai loại hình công ty chứng khoán kể trên ta nhận thấy, hoạt động môi giới chứng khoán chiếm tỷ trọng khiêm tốn (14-16% tổng doanh thu) Điều này cho thấy hoạt động môi giới không phải là hoạt động chính của các CTCK hiện nay. Theo báo cáo tài chính năm 2012, công ty có doanh thu từ hoạt động môi giới

lớn nhất là Chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HSC) với 145 tỉ đồng, chiếm 11,77% thị phần; SSI và ACBS cùng có doanh thu môi giới 105 tỉ đồng, chiếm 8% thị phần; Chứng khoán Bản Việt đạt 84 tỉ đồng, chiếm 20% trong tổng doanh thu. Hoạt động bảo lãnh phát hành và hoạt động tư vấn rất kém phát triển (1% và 5% tổng doanh thu). Năm 2012 chỉ có 5 trên tổng số 22 công ty chứng khoán trong mẫu nghiên cứu có doanh thu từ hoạt động bảo lãnh phát hành, trong đó Công ty có doanh thu lớn nhất từ hoạt động này là Chứng khoán Bản Việt nhưng chỉ đạt 22 tỷ đồng. Ngoài ra, tất cả các công ty trong mẫu nghiên cứu đều có doanh thu tư vấn, song cũng đều không đáng kể. Năm 2012, Chứng khoán Đại Dương có doanh thu cao nhất là 100 tỷ đồng (và đã chiếm 50% tổng doanh thu mảng này toàn thị trường). Hoạt động đầu tư góp vốn và tự doanh chiếm tỷ trọng lớn (trên 40% tổng doanh thu). Khoản mục doanh thu khác chiếm tỷ trọng cao nhất trên bảng báo cáo thu nhập của các công ty chứng khoán (xấp xỉ 40%). Theo thuyết minh báo cáo tài chính thì doanh thu khác chủ yếu là lãi tiền gửi và lãi từ các hợp đồng repo chứng khoán. Như vậy, việc doanh thu khác chiếm một tỷ trọng lớn còn cho thấy các CTCK hỗ trợ đòn bẩy tài chính khá mạnh cho nhà đầu tư.

Như vậy, ở Việt Nam hiện nay đang tồn tại đồng thời 2 mô hình thực hiện hoạt động ngân hàng đầu tư: công ty chứng khoán và các ngân hàng tổng

hợp kiểu Anh với NHTM sở hữu công ty con. Cả hai loại hình tổ chức này đều hoạt động với tư cách pháp nhân như nhau trên thị trường vốn. Hoạt động kinh doanh của cả hai loại hình công ty chứng khoán kể trên đều mất cân bằng với cơ cấu doanh thu không ổn định và chưa phát triển được các loại hình dịch vụ cơ bản của ngân hàng đầu tư là môi giới và bảo lãnh phát hành, thể hiện ở tỷ trọng doanh thu thấp của các dịch vụ trên. Hoạt động môi giới và bảo lãnh phát hành kém phát triển tại các công ty chứng khoán thuộc NHTM cho thấy mặc dù các tổ chức này hoạt động theo

mô hình ngân hàng đa năng/ngân hàng tổng hợp, tuy nhiên các NHTM chưa tận dụng được lợi thế kinh tế theo phạm vi để phát triển các dịch vụ ngân hàng đầu tư của mình. Nguồn thu chủ yếu của cả hai loại hình này đến từ hoạt động đầu tư góp vốn và các hoạt động khác. Các hoạt động khác chủ yếu là repo và gửi tiền, cho vay chứng khoán chiếm tỷ trọng lớn trong bảng cân đối tài sản cũng như kết quả kinh doanh thể hiện năng lực hạn chế của các công ty chứng khoán khi chưa sử dụng hết số vốn để tự doanh chứng khoán.