HOÀN THIỆN CẤU TRÚC THỂ CHẾ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TRONG TIẾN TRÌNH TÁI CẤU TRÚC HỆ THỐNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

ThS. Trần Nguyễn Sông Hàn*

Bài viết phân tích cấu trúc thể chế thị trường chứng khoán trong tiến trình tái cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam giai đoạn 2011-2025 dưới góc tiếp cận kinh tế học thể chế và lý thuyết cấu trúc tài chính. Nghiên cứu chỉ ra sự thiếu đồng bộ giữa cải cách ngân hàng và phát triển thị trường vốn, cùng những bất cân xứng trong thiết kế giám sát và phân bổ nguồn lực. Dù quy mô thị trường tăng nhanh, cấu trúc thể chế vẫn mang tính hành chính và phụ thuộc tín dụng ngân hàng. Bài viết đề xuất tái cấu trúc theo hướng tăng độc lập giám sát, phát triển nhà đầu tư tổ chức và cân bằng cấu trúc tài chính.

• Từ khóa: *thể chế tài chính, thị trường chứng khoán, tái cấu trúc hệ thống tài chính, cấu trúc tài chính, giám sát tài chính.*

This article analyzes the institutional structure of the stock market in the context of Vietnam's financial system restructuring process from 2011-2025, from the perspective of institutional economics and financial structure theory. The study points out the lack of synergy between banking reform and capital market development, along with asymmetry in supervisory design and resource allocation. Despite rapid market growth, the institutional structure remains administrative and dependent on bank credit. The article proposes restructuring towards increased supervisory independence, development of institutional investors, and a balanced financial structure.

• Key words: *financial institutions, stock market, financial system restructuring, financial structure, financial supervision.*

Ngày nhận bài: 17/01/2026
Ngày gửi phản biện: 18/02/2026
Ngày duyệt đăng: 30/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.11

1. Góc nhìn lý luận

Lý thuyết cấu trúc tài chính từ lâu đã phân biệt hai mô hình cơ bản đó là hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng (bank-based system) và hệ thống tài chính dựa vào thị trường (market-based system). Trong công trình nghiên cứu kinh điển, Beck và Levine (2002) cho rằng điều quan trọng không phải là lựa chọn tuyệt đối một trong hai mô hình, mà là cách cấu trúc tài chính được thiết kế để hỗ trợ phân bổ nguồn lực hiệu quả và thúc đẩy tăng trưởng dài hạn[1]. Các nền kinh tế có hệ thống ngân hàng phát triển mạnh thường đạt hiệu quả cao trong giám sát doanh nghiệp và cung ứng vốn ngắn hạn, song lại có xu hướng hạn chế đa dạng hóa rủi ro và khả năng huy động vốn dài hạn qua thị trường.

Trong khi đó, các nghiên cứu của Franklin Allen và Douglas Gale (2000) cho thấy hệ thống tài chính dựa vào thị trường có lợi thế trong phân tán rủi ro và thúc đẩy đổi mới sáng tạo, nhưng cũng dễ chịu tác động của biến động kỳ vọng và tâm lý nhà đầu tư[2]. Từ góc nhìn so sánh thể chế, Raghuram Rajan và Luigi Zingales (2003) lập luận rằng sự phát triển của thị trường vốn không chỉ là kết quả của nhu cầu kinh tế mà còn chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ cấu trúc quyền lực và lợi ích trong nền kinh tế[3].

Từ góc độ lý thuyết cấu trúc tài chính, thị trường chứng khoán đóng vai trò quan trọng trong việc cung ứng vốn dài hạn, phân bổ nguồn lực thông qua cơ chế giá và tăng cường kỷ luật thị trường đối với doanh nghiệp. Tuy nhiên, để thực hiện chức năng này, thị trường cần một cấu trúc thể chế bảo đảm minh bạch thông tin, bảo vệ nhà đầu tư và cơ chế xử lý vi phạm hiệu quả. Nếu cấu trúc thể chế thiên về kiểm soát hành chính hơn là quản trị rủi ro và trách nhiệm giải trình, thị trường dễ rơi vào trạng thái tăng trưởng về lượng nhưng thiếu chiều sâu về chất.

Do đó, hiệu quả và tính bền vững của thị trường chứng khoán không chỉ phụ thuộc vào mức vốn hóa hay thanh khoản, mà phụ thuộc vào mức độ đồng bộ giữa cấu trúc thể chế thị trường vốn và

[1] *BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. Industry growth and capital allocation: does having a market-or bank-based system matter?. Journal of financial economics, 2002, 64.2: 147-180.*

[2] *ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Comparing financial systems. MIT press, 2000.*

[3] *RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. Journal of financial economics, 2003, 69.1: 5-50.*

* *NCS, 2025/HỆ 5/HVCT; email: trannguyensonghan@gmail.com*

cấu trúc tổng thể của hệ thống tài chính. Khi cải cách ngân hàng diễn ra mạnh mẽ nhưng cải cách thị trường vốn chậm hơn, sự lệch pha thể chế có thể làm giảm hiệu quả của toàn bộ tiến trình tái cấu trúc tài chính.

Trên cơ sở đó, bài viết này tiếp cận thị trường chứng khoán Việt Nam không chỉ như một thị trường giao dịch tài sản, mà như một thiết chế trung tâm trong cấu trúc tài chính quốc gia. Việc phân tích cấu trúc thể chế của thị trường chứng khoán cần được đặt trong mối liên hệ với cấu trúc quyền lực tài chính, mô hình giám sát và chiến lược tái cấu trúc hệ thống tài chính tổng thể. Chính sự đồng bộ (hoặc thiếu đồng bộ) giữa các cấu phần thể chế này sẽ quyết định mức độ bền vững của thị trường vốn và khả năng chuyển dịch từ cấu trúc tài chính dựa vào tín dụng sang cấu trúc cân bằng hơn giữa ngân hàng và thị trường vốn.

2. Thực trạng cấu trúc thể chế thị trường chứng khoán Việt Nam

Đối với Việt Nam, thị trường chứng khoán (TTCK) không chỉ là công cụ huy động vốn, mà còn là thước đo năng lực quản trị quốc gia trong thời kỳ hội nhập[4]. Sau hơn hai thập niên hình thành và phát triển, TTCK Việt Nam đã đạt được tốc độ tăng trưởng ấn tượng về quy mô vốn hóa, số lượng doanh nghiệp niêm yết và thanh khoản giao dịch. Từ hai cổ phiếu niêm yết ban đầu năm 2000, đến năm 2025, tổng số doanh nghiệp niêm yết và đăng ký giao dịch trên hai sở giao dịch đã gần đạt mốc 1.600, với quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt xấp xỉ 100% GDP[5]. Sự ra đời của Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam (VNX) năm 2021, trên cơ sở tái cấu trúc hai sở giao dịch trước đó, đánh dấu bước chuyển quan trọng về mặt tổ chức.

Tuy nhiên, nếu đặt trong tổng thể cấu trúc tài chính quốc gia, TTCK Việt Nam vẫn vận hành trong một hệ thống mang đặc trưng "dựa vào ngân hàng" (bank-based system). Tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam trong nhiều năm gần đây duy trì ở mức khá cao, thường trên 120-130% GDP, phản ánh sự phụ thuộc lớn của nền kinh tế vào vốn ngân hàng. Theo nhận định của các chuyên gia, đến cuối năm 2024, tỷ lệ tín dụng/GDP đã vượt mức 130 %[6], mức độ tín dụng lớn so với quy mô nền kinh tế cho thấy khu vực ngân hàng vẫn giữ vai trò chủ đạo trong cung ứng vốn cho hoạt động sản xuất - kinh doanh.

Sự mất cân đối này thể hiện rõ trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Phần lớn doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ, vẫn phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng thay vì phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu ra công chúng. Thị trường cổ phiếu, dù có quy mô vốn hóa lớn, song tính lan tỏa chưa đồng đều, tập trung chủ yếu ở một số doanh nghiệp vốn hóa lớn thuộc nhóm ngân hàng, bất động sản và tiêu dùng. Điều này cho thấy cấu trúc thị trường mang tính tập trung cao và phụ thuộc vào một số nhóm ngành và tập đoàn lớn.

2.1. Mô hình tổ chức và mức độ độc lập giám sát

Về mặt thể chế quản lý, TTCK Việt Nam được tổ chức theo mô hình tập trung. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) là cơ quan thuộc Bộ Tài chính, thực hiện chức năng quản lý và giám sát thị trường. Mô hình này có ưu điểm là bảo đảm sự thống nhất trong hoạch định và thực thi chính sách tài khóa - tài chính, đặc biệt trong bối cảnh thị trường còn non trẻ và cần sự điều phối tập trung.

2.2. Cơ cấu nhà đầu tư: Lệch pha giữa tăng trưởng và chiều sâu

Một đặc điểm nổi bật của TTCK Việt Nam là sự áp đảo của nhà đầu tư cá nhân. Giai đoạn 2020-2021, số lượng tài khoản chứng khoán mở mới tăng đột biến, đưa tổng số tài khoản lên tương đương khoảng 7-8% dân số. Trong nhiều phiên giao dịch, nhà đầu tư cá nhân chiếm tới 80-90% giá trị giao dịch toàn thị trường[7].

Sự tham gia mạnh mẽ của nhà đầu tư cá nhân góp phần tăng thanh khoản và mở rộng quy mô thị trường. Tuy nhiên, cơ cấu này cũng làm gia tăng tính biến động do hành vi đầu tư thường chịu tác động lớn từ tâm lý đám đông và thông tin ngắn hạn. Khi thị trường điều chỉnh năm 2022, dòng tiền cá nhân rút ra nhanh chóng, khiến chỉ số giảm sâu và thanh khoản sụt giảm đáng kể.

Sự thiếu vắng các định chế đầu tư dài hạn không chỉ ảnh hưởng đến tính ổn định mà còn hạn chế khả năng cung ứng vốn dài hạn cho doanh nghiệp. Đây là một điểm nghẽn mang tính cấu trúc, phản

[4] *TRẦN NGUYỄN SÔNG HÀN. 2026. Quyền lực dòng tiền: Góc nhìn kinh tế chính trị trong thị trường vốn: Sách chuyên khảo. Hà Nội: Nhà xuất bản Lý luận Chính trị. ISBN 978-604-366-883-4.*

[5] *Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC). Quy mô thị trường. Truy cập tại: https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/m/thngtinthtrng/thngkthtrng/quymthtrng*

[6] *Vietnam Finance. Tỷ lệ tín dụng/GDP vượt 130%, nền kinh tế phụ thuộc lớn vào vốn ngân hàng. Truy cập tại: https://vietnamfinance.vn/ty-le-tin-dung-gdp-vuot-130-nen-kinh-te-phu-thuoc-lon-vao-von-ngan-hang-d132779.html*

[7] *Phan Ngọc Yên Xuân. Đặc điểm của nhà đầu tư cá nhân trong Việt Nam: Thị trường chứng khoán. Tạp chí quốc tế về khoa học xã hội và nghiên cứu con người, 2024, tập 7, số 06, tr. 4417–4426. DOI: 10.47191/ijsshr/v7-i06-103.*

ánh sự thiếu đồng bộ giữa phát triển thị trường vốn và cải cách hệ thống an sinh - bảo hiểm - hưu trí.

2.3. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Tăng trưởng nóng và điều chỉnh mạnh

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) là minh chứng rõ nét cho những bất cập thể chế trong giai đoạn tăng trưởng nhanh. Từ năm 2018 đến 2021, quy mô phát hành TPDN tăng mạnh, đặc biệt ở nhóm doanh nghiệp bất động sản. Nhiều đợt phát hành riêng lẻ có lãi suất cao, thu hút nhà đầu tư cá nhân thông qua phân phối lại từ các tổ chức trung gian. Tuy nhiên, cơ chế công bố thông tin và xếp hạng tín nhiệm chưa hoàn thiện. Dù đã có một số tổ chức xếp hạng tín nhiệm được cấp phép, thị trường chưa hình thành văn hóa xếp hạng bắt buộc và đánh giá rủi ro độc lập. Phần lớn trái phiếu phát hành riêng lẻ không có tài sản bảo đảm rõ ràng hoặc phụ thuộc vào dự án tương lai. Khi cơ quan quản lý siết chặt quy định phát hành và xử lý một số vụ vi phạm lớn năm 2022, điển hình vụ Tân Hoàng Minh[8], thị trường rơi vào trạng thái đóng băng tạm thời. Khối lượng phát hành mới giảm mạnh; nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong thanh toán và tái cơ cấu nợ. Sự kiện này cho thấy tăng trưởng quy mô không đồng nghĩa với củng cố nền tảng thể chế. Thiếu chuẩn hóa thông tin, thiếu cơ chế xếp hạng tín nhiệm hiệu quả và giám sát dựa trên rủi ro đã làm gia tăng tính mong manh của thị trường.

2.4. Tính hành chính hóa và phụ thuộc ngân hàng

Một đặc trưng đáng chú ý khác là mức độ "hành chính hóa" trong điều hành thị trường. Nhiều công cụ quản lý mang tính mệnh lệnh, như điều chỉnh biên độ giao dịch, yêu cầu công bố thông tin bổ sung, hoặc áp dụng các biện pháp kỹ thuật, được sử dụng để ổn định thị trường trong ngắn hạn. Dù cần thiết trong bối cảnh đặc thù, cách tiếp cận này phần nào phản ánh cấu trúc thị trường còn phụ thuộc vào điều tiết hành chính thay vì hoàn toàn dựa trên cơ chế thị trường và kỷ luật thông tin.

Tổng thể, TTCK Việt Nam đã đạt được bước tiến đáng kể về quy mô và độ phủ, nhưng cấu trúc thể chế vẫn bộc lộ những bất cân xứng: phụ thuộc cao vào ngân hàng, cơ quan giám sát thiếu tính độc lập tương đối, cơ cấu nhà đầu tư mất cân đối và thiết chế trung gian dài hạn còn yếu. Những đặc điểm này cho thấy thách thức không nằm ở tăng trưởng số lượng, mà ở việc tái cấu trúc nền tảng thể chế nhằm chuyển dịch sang một cấu trúc tài chính cân bằng, minh bạch và bền vững hơn.

3. Nguyên nhân của những bất cập thể chế

3.1. Thiết kế giám sát phân tán và thiếu điều phối vĩ mô

Nguyên nhân thứ nhất nằm ở mô hình giám sát tài chính còn phân tán theo lĩnh vực. Hiện nay, khu vực ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước quản lý; thị trường chứng khoán do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thuộc Bộ Tài chính giám sát; lĩnh vực bảo hiểm cũng thuộc Bộ Tài chính. Mô hình này phản ánh cách tiếp cận quản lý theo ngành dọc truyền thống.

Khi thị trường trái phiếu điều chỉnh mạnh năm 2022, áp lực thanh khoản và tái cơ cấu nợ không chỉ tác động đến doanh nghiệp phát hành mà còn lan sang hệ thống ngân hàng thông qua kênh tín dụng và đầu tư. Sự kiện này cho thấy cơ chế giám sát chưa đủ mạnh ở cấp độ "toàn hệ thống" (macroprudential), trong khi các công cụ cảnh báo sớm và phối hợp liên cơ quan chưa thực sự hiệu quả. Ở nhiều quốc gia, sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, mô hình giám sát đã được cải cách theo hướng tăng cường điều phối vĩ mô.

3.2. Tư duy quản lý thiên về kiểm soát hành chính

Nguyên nhân thứ hai liên quan đến cách tiếp cận quản lý. Trong nhiều giai đoạn, công cụ điều hành thị trường vẫn mang tính hành chính và can thiệp trực tiếp. Các biện pháp như siết điều kiện phát hành, điều chỉnh kỹ thuật giao dịch, áp dụng chế tài hành chính hoặc yêu cầu bổ sung hồ sơ thường được sử dụng nhằm xử lý rủi ro trước mắt. Cách tiếp cận này có thể phù hợp trong bối cảnh thị trường mới nổi và còn thiếu kỷ luật thông tin. Tại Việt Nam, quá trình chuyển đổi từ mô hình quản lý thiên về "tiền kiểm" sang tăng cường "hậu kiểm" đang diễn ra trong bối cảnh thị trường phát triển nhanh về quy mô và mức độ phức tạp. Năng lực phân tích dữ liệu và giám sát giao dịch theo thời gian thực đã được cải thiện nhưng vẫn cần tiếp tục nâng cấp để theo kịp yêu cầu thực tiễn. Trong điều kiện đó, thị trường có thể xuất hiện các chu kỳ tăng trưởng nhanh kèm theo những đợt điều chỉnh mạnh, phản ánh quá trình điều chỉnh chính sách và củng cố khuôn khổ quản trị nhằm thích ứng với rủi ro mới.

[8] *Chính phủ Việt Nam. Chủ tịch Tập đoàn Tân Hoàng Minh bị truy tố lừa đảo hơn 8.600 tỷ đồng. Báo Chính phủ. 22/11/2023. Truy cập tại: https://baochinhphu.vn/chu-tich-tap-doan-tan-hoang-minh-bi-truy-to-lua-dao-hon-8600-ty-dong-102231122113411398.htm*

3.3. Thiếu hệ sinh thái nhà đầu tư tổ chức dài hạn

Nguyên nhân thứ ba là sự thiếu hụt các định chế đầu tư dài hạn. Sự thiếu vắng nhà đầu tư dài hạn làm cho thị trường vốn phụ thuộc nhiều vào dòng tiền ngắn hạn và tâm lý đầu cơ. Khi thị trường biến động, lực bán từ nhà đầu tư cá nhân có thể tạo hiệu ứng dây chuyền, trong khi không có lực cầu dài hạn đủ mạnh để hấp thụ. Đây là một nguyên nhân cấu trúc khiến thị trường dễ dao động mạnh và khó phát triển bền vững.

3.4. Cải cách thị trường vốn chưa song hành với tái cấu trúc ngân hàng

Nguyên nhân thứ tư là sự thiếu đồng bộ trong tiến trình cải cách. Từ năm 2011 đến nay, Việt Nam đã triển khai nhiều chương trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, tập trung xử lý nợ xấu, tăng vốn tự có và củng cố an toàn hệ thống. Các chuẩn mực an toàn vốn được nâng cao, hoạt động giám sát chặt chẽ hơn.

Tóm lại, những bất cập của cấu trúc thể chế thị trường chứng khoán Việt Nam bắt nguồn từ bốn nguyên nhân chính đó là mô hình giám sát phân tán thiếu điều phối vĩ mô; tư duy quản lý thiên về hành chính; sự thiếu hụt nhà đầu tư tổ chức dài hạn; và tiến trình cải cách thiếu đồng bộ giữa ngân hàng và thị trường vốn. Các nguyên nhân này có tính liên kết chặt chẽ, tạo ra những điểm nghẽn mang tính cấu trúc và đòi hỏi một cách tiếp cận cải cách toàn diện hơn trong giai đoạn tới.

4. Hệ quả và hàm ý chính sách

4.1. Thị trường chứng khoán chưa trở thành kênh vốn trung và dài hạn thay thế tín dụng ngân hàng

Hệ quả thứ nhất là thị trường chứng khoán chưa thực sự đảm nhận vai trò cung ứng vốn trung và dài hạn một cách bền vững. Mặc dù quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đã tăng mạnh trong thập kỷ qua và thị trường trái phiếu doanh nghiệp có giai đoạn bùng nổ, nhưng cấu trúc tài chính tổng thể vẫn dựa chủ yếu vào hệ thống ngân hàng.

Dưới góc nhìn kinh tế chính trị, điều này phản ánh sự ưu tiên chính sách kéo dài dành cho kênh tín dụng ngân hàng như công cụ điều tiết tăng trưởng. Ngân hàng không chỉ là trung gian tài chính mà còn là cánh tay thực thi chính sách tiền tệ và hỗ trợ các chương trình phát triển. Khi khu vực ngân hàng giữ vị trí trung tâm, thị trường vốn khó có điều kiện phát triển độc lập và cân bằng.

Hệ quả là doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ, vẫn phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng. Khi tín dụng bị siết chặt để kiểm soát lạm phát hoặc ổn định vĩ mô, doanh nghiệp thiếu kênh thay thế đủ sâu và minh bạch. Điều này làm gia tăng tính chu kỳ của nền kinh tế khi tăng trưởng phụ thuộc vào mở rộng tín dụng, trong khi thị trường vốn chưa đủ khả năng chia sẻ gánh nặng cung ứng vốn dài hạn.

4.2. Gia tăng rủi ro hệ thống do thiếu giám sát tích hợp

Hệ quả thứ hai là nguy cơ rủi ro hệ thống gia tăng khi cấu trúc giám sát thiếu tính tích hợp. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, nhiều quốc gia đã chuyển từ giám sát vi mô sang giám sát an toàn vĩ mô. Ví dụ, tại Hoa Kỳ, sự phối hợp giữa U.S. Securities and Exchange Commission và Cục Dự trữ Liên bang được tăng cường thông qua cơ chế điều phối liên ngành nhằm phát hiện rủi ro hệ thống. Tại Anh, Ngân hàng Trung ương được trao thêm quyền giám sát an toàn vĩ mô đối với toàn bộ hệ thống tài chính. Dưới góc độ kinh tế chính trị, rủi ro hệ thống không chỉ là vấn đề tài chính, mà còn liên quan tới trách nhiệm giải trình và phân bổ quyền lực giữa các cơ quan quản lý. Khi quyền giám sát phân tán nhưng trách nhiệm cuối cùng không rõ ràng, khả năng phản ứng chính sách có thể bị chậm trễ hoặc thiếu nhất quán.

4.3. Biến động thị trường chịu tác động mạnh từ tâm lý nhà đầu tư cá nhân

Hệ quả thứ ba là thị trường dễ biến động mạnh do cơ cấu nhà đầu tư mất cân đối. Khi nhà đầu tư cá nhân chiếm tỷ trọng giao dịch lớn, hành vi đầu tư thường chịu ảnh hưởng mạnh từ thông tin ngắn hạn và tâm lý bầy đàn. Trong khi đó, ở các thị trường phát triển, sự hiện diện của quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư dài hạn giúp ổn định dòng vốn và giảm dao động cực đoan. Ví dụ, tại Singapore, hệ thống quỹ hưu trí do Monetary Authority of Singapore giám sát đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nguồn vốn dài hạn cho thị trường trái phiếu và cổ phiếu.

Tại Việt Nam, sự thiếu vắng lực lượng nhà đầu tư dài hạn khiến thị trường dễ bị tác động bởi chu kỳ tâm lý. Khi thông tin tiêu cực xuất hiện, áp lực

bán có thể lan rộng nhanh chóng, trong khi lực cầu dài hạn không đủ mạnh để hấp thụ. Điều này làm gia tăng tính bất ổn và làm suy giảm chức năng phân bổ vốn hiệu quả của thị trường.

4.4. Hàm ý chính sách: Cải cách theo hướng cân bằng và minh bạch hơn

Từ các hệ quả trên, có thể rút ra một số hàm ý chính sách quan trọng.

Thứ nhất, cần chuyển từ mô hình quản lý hành chính sang giám sát dựa trên rủi ro. Điều này đòi hỏi nâng cao năng lực phân tích dữ liệu, xây dựng hệ thống cảnh báo sớm và tăng cường yêu cầu minh bạch thông tin, thay vì dựa chủ yếu vào biện pháp can thiệp hành chính.

Thứ hai, cần nâng cao tính độc lập tương đối của cơ quan giám sát thị trường vốn. Sự độc lập không có nghĩa là tách rời khỏi Nhà nước, mà là bảo đảm khả năng ra quyết định chuyên môn dựa trên nguyên tắc thị trường và quản trị rủi ro, hạn chế tác động của mục tiêu ngắn hạn.

Thứ ba, phát triển các quỹ hưu trí bổ sung và định chế đầu tư dài hạn là điều kiện then chốt để tái cân bằng cấu trúc tài chính. Điều này không chỉ liên quan đến chính sách tài chính mà còn gắn với cải cách hệ thống an sinh xã hội và thị trường lao động.

Thứ tư, chuẩn hóa thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo thông lệ quốc tế, bao gồm yêu cầu xếp hạng tín nhiệm độc lập, công bố thông tin đầy đủ và cơ chế xử lý phá sản minh bạch. Chỉ khi rủi ro được định giá đúng, thị trường mới có thể phát triển bền vững.

Thứ năm, cần thiết lập cơ chế điều phối chính sách tài chính ở cấp độ hệ thống nhằm giám sát rủi ro liên thông ngân hàng - thị trường vốn - bảo hiểm. Một cơ chế điều phối hiệu quả sẽ giúp hạn chế tình trạng chính sách cục bộ và tăng tính nhất quán trong điều hành.

Tóm lại, dưới góc nhìn kinh tế chính trị, những bất cập của cấu trúc thể chế thị trường chứng khoán Việt Nam phản ánh sự thiên lệch trong phân bổ quyền lực tài chính và mô hình phát triển dựa vào tín dụng ngân hàng. Cải cách trong giai đoạn tới không chỉ là hoàn thiện kỹ thuật quản lý, mà là tái cấu trúc quan hệ giữa Nhà nước, thị trường và các trung gian tài chính, hướng tới một cấu trúc tài chính cân bằng, minh bạch và bền vững hơn.

Kết luận

Quá trình tái cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam trong hơn một thập kỷ qua đã đạt được nhiều kết quả quan trọng, đặc biệt trong lĩnh vực ngân hàng. Tuy nhiên, sự phát triển chưa tương xứng của thị trường vốn cho thấy cấu trúc tài chính quốc gia vẫn mang tính lệch về tín dụng, trong khi thị trường chứng khoán chưa thực sự đảm nhận vai trò là kênh dẫn vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế. Điều này đặt ra yêu cầu cấp thiết phải hoàn thiện cấu trúc thể chế của thị trường chứng khoán như một trụ cột song hành với cải cách ngân hàng. Vì vậy, hoàn thiện cấu trúc thể chế thị trường chứng khoán cần được đặt trong chiến lược tổng thể tái cấu trúc hệ thống tài chính quốc gia. Trọng tâm cải cách không chỉ là mở rộng quy mô hay tăng số lượng sản phẩm, mà là xây dựng một khung thể chế bảo đảm ba yếu tố cốt lõi: (i) tính độc lập tương đối và năng lực chuyên môn của cơ quan giám sát; (ii) cơ chế quản trị dựa trên rủi ro và minh bạch thông tin; (iii) sự phát triển của hệ sinh thái nhà đầu tư tổ chức dài hạn nhằm tạo nền tảng ổn định cho thị trường. Và đây không chỉ là nhiệm vụ của riêng khu vực thị trường vốn, mà là điều kiện nền tảng để bảo đảm ổn định tài chính quốc gia và hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng dài hạn, bền vững của Việt Nam trong giai đoạn phát triển mới.

Tài liệu tham khảo:

Allen, Franklin; Gale, Douglas (2000), Comparing Financial Systems, MIT Press.

Beck, Thorsten; Levine, Ross (2002), "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?", Journal of Financial Economics, Vol. 64(2), pp. 147-180.

North, Douglass C. (1990), Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press.

Phan Ngọc Yên Xuân (2024), "Đặc điểm của nhà đầu tư cá nhân trong Việt Nam: Thị trường chứng khoán", Tạp chí quốc tế về khoa học xã hội và nghiên cứu con người, Tập 7, Số 06, tr. 4417-4426. DOI: 10.47191/ijsshr/v7-i06-103.

Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi (2003), "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", Journal of Financial Economics, Vol. 69(1), pp. 5-50.

PGS.TS. Trần Đăng Khâm và PGS.TS. Nguyễn Thị Minh Huệ (2017), Đổi mới quản lý thị trường chứng khoán Việt Nam góp phần hoàn thiện thể chế cho phát triển bền vững. Trong: Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia: Hoàn thiện thể chế tài chính cho phát triển bền vững thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm Việt Nam. Hà Nội: Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân.

PGS.TS. Tô Ngọc Hưng (2012), Vai trò của các cơ quan GSTC đối với sự phát triển của thị trường tài chính và khuyến nghị chính sách cho Việt Nam, Học viện Ngân hàng.

Vietnam Finance, "Tỷ lệ tín dụng/GDP vượt 130%, nền kinh tế phụ thuộc lớn vào vốn ngân hàng", truy cập tại: https://vietnamfinance.vn/ty-le-tin-dung-gdp-vuot-130-nen-kinh-te-phu-thuoc-lon-vao-von-ngan-hang-d132779.html

Vũ Bằng (2016), Tổng kết 20 năm xây dựng và phát triển TTCK Việt Nam.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC), Quy mô thị trường, truy cập tại: https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/m/thngtinthtrng/thngkthtrng/quymthtrng

Trần Nguyễn Sông Hàn (2026). Quyền lực dòng tiền: Góc nhìn kinh tế chính trị trong thị trường vốn: Sách chuyên khảo. Hà Nội: Nhà xuất bản Lý luận Chính trị. ISBN 978-604-366-883-4.