

# Báo cáo ngành ngân hàng Việt Nam



**Robert Zielinski**

Giám đốc Nghiên cứu & Phân tích  
[robert.zielinski@vcsc.com.vn](mailto:robert.zielinski@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 145



**Phạm Thùy Dương**

Chuyên viên phân tích Ngân hàng  
[duong.phamthuy@vcsc.com.vn](mailto:duong.phamthuy@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 130

## Báo cáo ngành

## Ngân hàng

## Khó khăn nhưng chưa phải là bế tắc

Chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng Việt Nam đang gặp khó khăn, và khó tìm ra một giải pháp toàn diện mà không gây tổn thất cho một bên nào đó. Khi ngân hàng vướng phải nợ xấu, sẽ phải có một bên nào đó gánh chịu chi phí này: phía đi vay, ngân hàng, hoặc người nộp thuế. Chúng tôi ước tính chi phí để làm sạch nợ xấu của cả ngân hàng vào khoảng 15 tỷ USD. Chỉ có một câu hỏi là liệu Việt Nam có đủ dũng cảm hành động ngay bây giờ không hay sẽ không có biện pháp gì cụ thể, tất yếu dẫn đến bế tắc.

### Trường hợp khả quan nhất: Học tập mô hình Hàn Quốc

Tất cả vấn đề mà ngành ngân hàng Việt Nam hiện gặp phải từng phổ biến ở các nước như Indonesia, Thái Lan và Hàn Quốc trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997. Những nước trên đã phải trải qua khủng hoảng ngân hàng và kinh tế nghiêm trọng trước khi tìm ra giải pháp và cải tổ lại các ngân hàng của họ. Biết được những gì đang chờ đợi, Việt Nam có thể ngăn chặn trước từ bây giờ, và tránh khỏi tác động của một cuộc khủng hoảng ngân hàng toàn diện. Nếu được vậy thì tăng trưởng GDP sẽ được cải thiện trở lại.

### Trường hợp xấu nhất: Theo chân Nhật Bản

Nhiều nước đã cố gắng để giải quyết vấn đề nợ xấu bằng cách buộc các ngân hàng âm thầm trích lập dự phòng, bằng cách tái cấp vốn cho các khách hàng đang gặp khó khăn, và hy vọng thị trường bất động sản phục hồi. Cách tiếp cận này cuối cùng luôn thất bại, và càng kéo dài thì nền kinh tế càng suy yếu. Do nợ xấu dai dẳng trên bảng cân đối kế toán, ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận, lãnh đạo phải tập trung giải quyết nhiều vấn đề, và niềm tin vào ngành ngân hàng bắt đầu sụp đổ. Chúng tôi đã thấy các ngân hàng Việt Nam trở nên dè dặt hơn khi cho vay ra, điều này đã đặc biệt ảnh hưởng đến các doanh nghiệp nhỏ.

### Ước tính chi phí cải cách ngân hàng

Chúng tôi ước tính rằng nợ xấu của ngành ngân hàng Việt Nam vào khoảng 470.000 tỷ đồng, hoặc 18% tổng dư nợ. Chúng tôi kết luận như vậy dựa trên cơ cấu tín dụng theo ngành, cơ cấu tín dụng theo nhóm khách hàng cũng như tổng dư nợ/GDP của Việt Nam. Giả sử tỷ lệ thu hồi nợ thành công là 30%, tổng chi phí xử lý các khoản nợ xấu sẽ là 330.000 tỷ đồng, tương ứng 15 tỷ USD. Con số này có thể trong khả năng kiểm soát với đóng góp từ cổ đông của các ngân hàng, Chính phủ, và các nhà đầu tư nước ngoài.

### Tín hiệu rõ ràng cho quyết định đầu tư

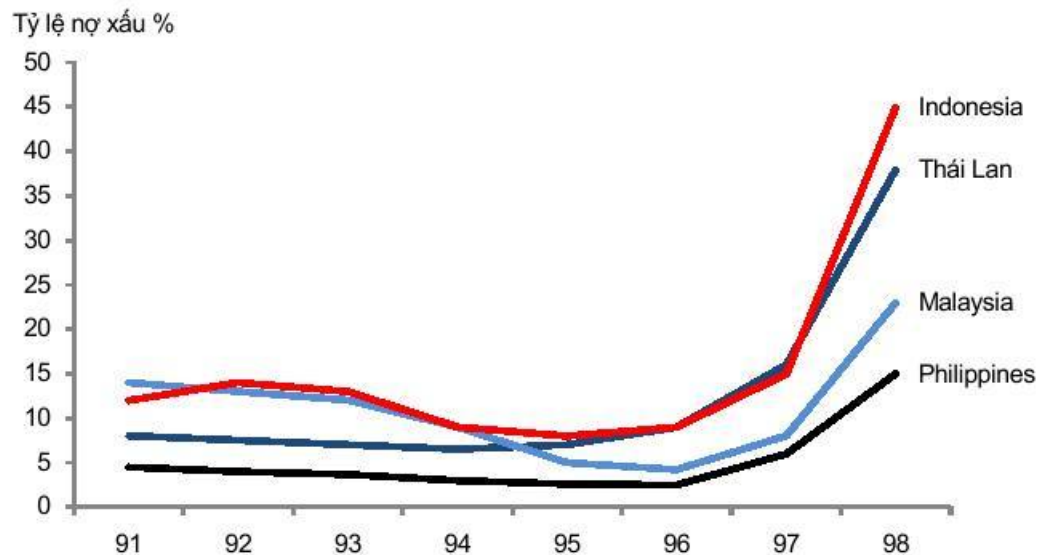
Những diễn biến của ngành ngân hàng trong năm 2013 sẽ phần nào xác định xu hướng của thị trường chứng khoán. Nếu khủng hoảng ngân hàng xảy ra trong năm tới, chắc chắn sẽ không còn ai nắm giữ cổ phiếu nữa do mức độ rủi ro của nó. Nếu Việt Nam tìm cách trì hoãn, CP ngân hàng và bất động sản sẽ là đồng tiền chết, thị trường tiếp tục gặp khó khăn. Tuy nhiên, nếu Việt Nam đưa ra được giải pháp rõ ràng hơn thì chỉ nhóm CP ngân hàng và bất động sản bị ảnh hưởng. Các ngành khác có thể khởi sắc hơn nhờ hy vọng kinh tế dần phục hồi.

## Việt Nam hiện không có khủng hoảng ngân hàng

Nền kinh tế Việt Nam hiện nay có vẻ khá ảm đạm. Điều này đáng ngạc nhiên vì thoạt nhìn thì Việt Nam đã thành công trong giải quyết một số vấn đề kinh tế như lạm phát đã được đưa xuống từ 23% hồi năm ngoái xuống mức 7% hiện nay, tăng trưởng GDP thực tế đạt trên 5%, cán cân thương mại thặng dư, kim ngạch xuất khẩu hàng chế biến tăng, và đồng nội tệ ổn định.

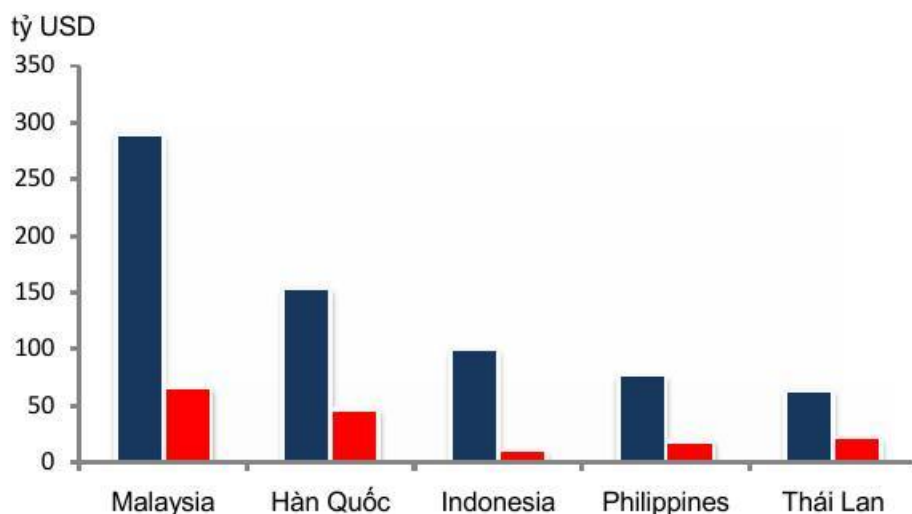
Lý do cho sự ảm đạm này dường như đến từ suy nghĩ rằng Việt Nam đang có khủng hoảng ngân hàng. Đây là quan niệm sai lầm. Dựa trên kinh nghiệm cá nhân của tôi qua cuộc khủng hoảng ngân hàng ở Nhật Bản, Thái Lan, Indonesia, và Hàn Quốc, tôi chắc chắn rằng hiện nay Việt Nam không có khủng hoảng ngân hàng toàn diện. Nếu có khủng hoảng ngân hàng thì chúng ta có thể nhận biết ngay. Nợ xấu tăng, thị trường chứng khoán sụp đổ, kinh tế suy giảm, tỷ lệ thất nghiệp tăng và lạm phát tăng mạnh. Hãy xem các ví dụ số liệu kinh tế từ cuộc khủng hoảng trước đây. Đó mới là những gì tôi gọi là một cuộc khủng hoảng ngân hàng!

Hình 1: Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng châu Á (% tổng dư nợ)



Nguồn: Nghiên cứu của Jardine Fleming

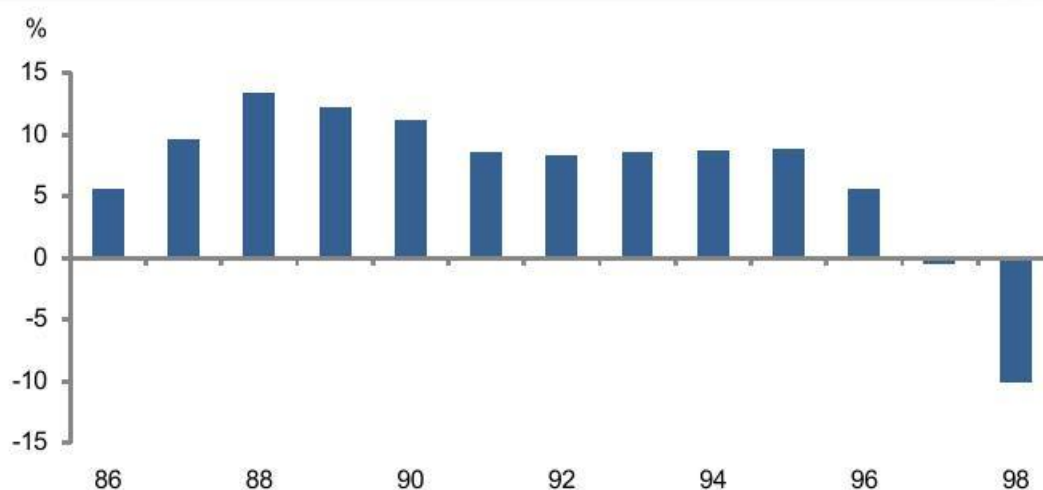
Hình 2: Giá trị thị trường chứng khoán: tháng 06/1997 và tháng 09/1998 (tỷ USD)



Nguồn: CEIC

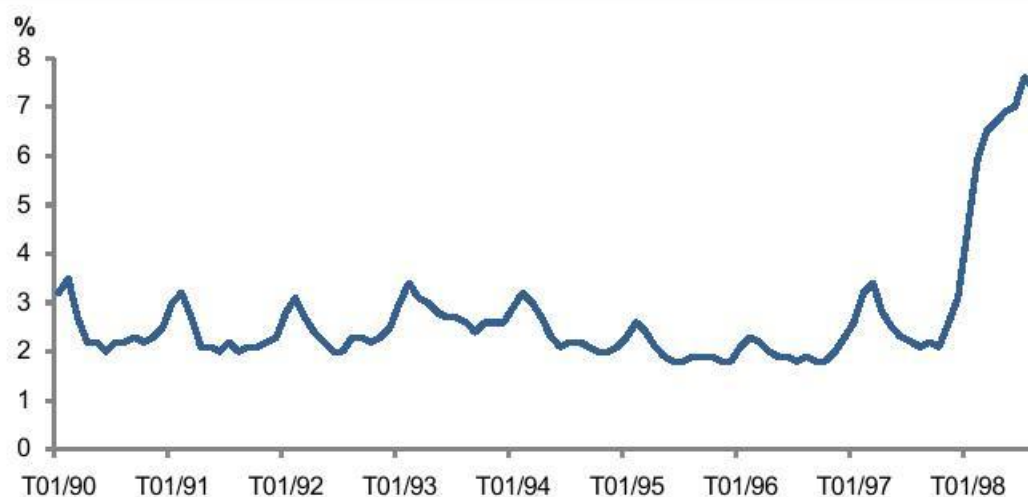


Hình 3: Tỷ lệ tăng trưởng GDP của Thái Lan (% so với cùng kỳ năm trước)



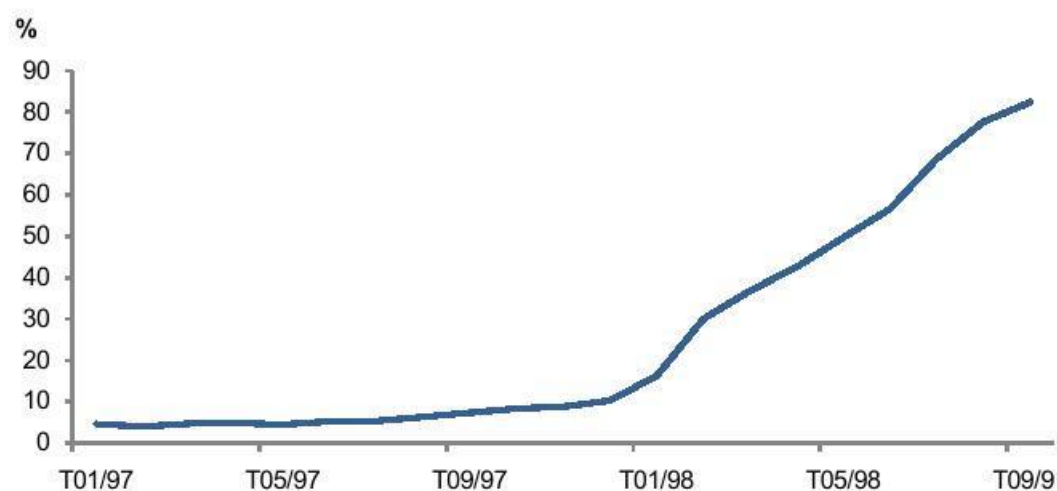
Nguồn: Ngân hàng Thái Lan

Hình 4: Tỷ lệ thất nghiệp ở Hàn Quốc (%)



Nguồn: Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc

Hình 5: Tỷ lệ lạm phát ở Indonesia (% so với cùng kỳ năm trước)



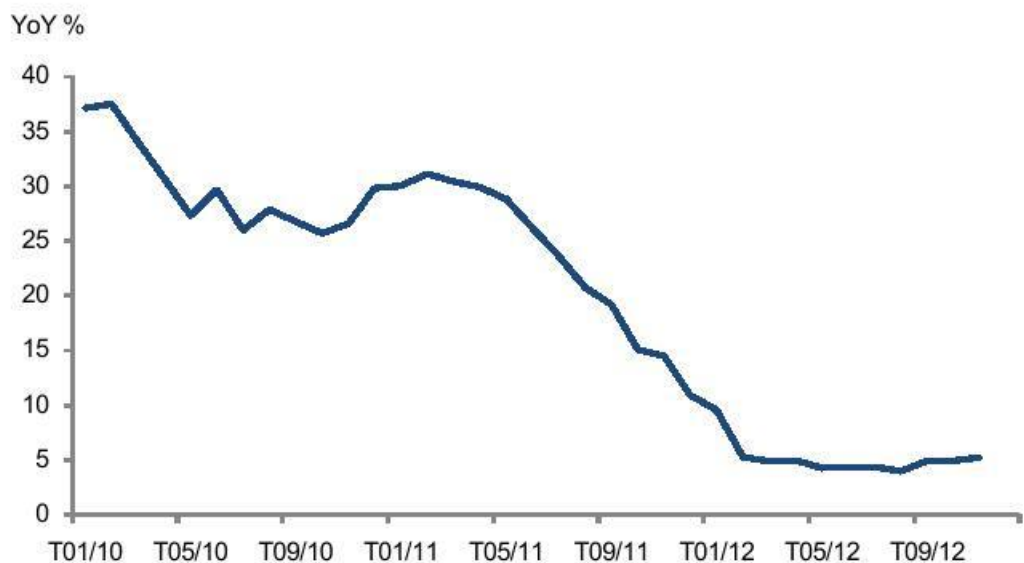
Nguồn: CEIC

## Nhưng vẫn có khả năng xảy ra khủng hoảng ngân hàng

Dù khủng hoảng ngân hàng chưa xảy ra ở Việt Nam nhưng dấu hiệu khó khăn vẫn còn phía trước. Một là tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 5% so với cùng kỳ năm ngoái, mặc dù trong thực tế nền kinh tế tăng trưởng đạt trên 5%, tỷ lệ lạm phát ở mức 7% và tăng trưởng huy động đạt 16%. Ngân hàng lo ngại mở rộng tín dụng? Các công ty và cá nhân đang giảm tỷ lệ vay nợ?

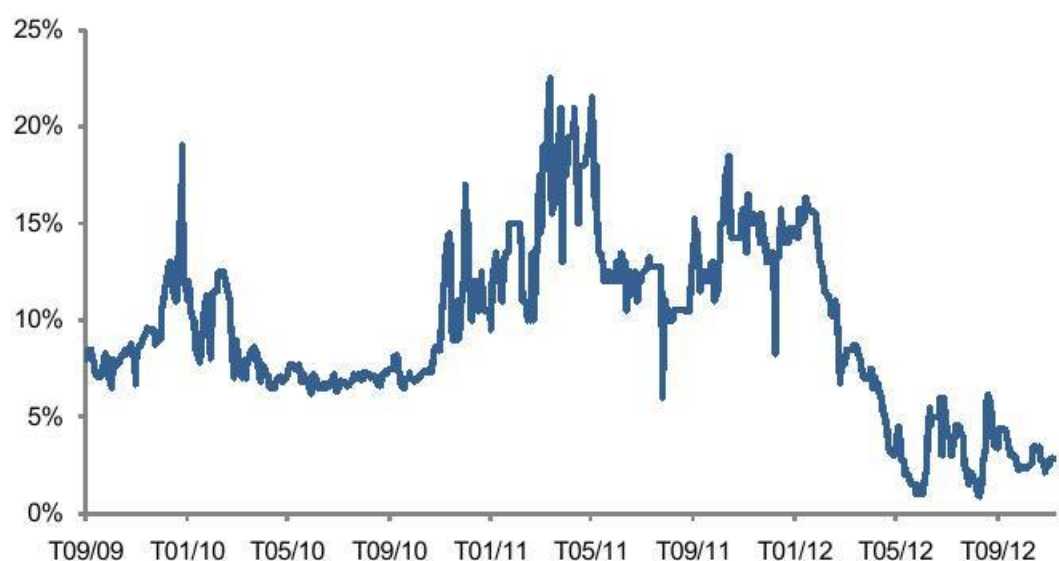
Dấu hiệu khác là tỷ giá liên ngân hàng đã giảm mạnh, thấp hơn tỷ lệ lạm phát. Các ngân hàng đang giảm hoạt động huy động và tín dụng liên ngân hàng. Bản thân các ngân hàng lo ngại khi giao dịch với các ngân hàng khác?

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng ngân hàng chậm lại đáng kể



Nguồn: VCSC, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN)

Hình 7: Lãi suất liên ngân hàng thấp



Nguồn: VCSC

## Áp dụng lý thuyết Mosaic đối với ngân hàng Việt Nam

Trái ngược với những gì các nhà đầu tư và môi giới nghĩ, chuyên viên phân tích không thể dự đoán trước tương lai. Các chuyên viên phân tích tốt chỉ có thể gắn kết các dữ kiện có liên quan và sau đó cố gắng đưa ra một giả thiết về những gì có thể diễn ra. Dưới đây là một số các dữ kiện giúp chúng tôi kết luận rằng các ngân hàng Việt Nam đang gặp khó khăn.

### Tăng trưởng tín dụng cao từ năm 2008

Tăng trưởng tín dụng cao luôn luôn là một tín hiệu cảnh báo do tăng trưởng tín dụng quá nóng thường dẫn đến đổ vỡ tín dụng sau đó. Các ngân hàng chỉ có thể tăng trưởng tín dụng đến một mức độ nào đó vì số lượng khách hàng vay đáng tin cậy không nhiều. Ở Việt Nam, tổng dư nợ tín dụng đã tăng từ 1.068.000 tỷ đồng vào cuối năm 2007 lên 2.655.000 tỷ đồng vào cuối năm 2011. Đây là giai đoạn nền kinh tế không tăng trưởng mạnh mẽ. Vậy thì tất cả số tiền đó đã đi đâu?

Hình 8. Dư nợ tín dụng ngân hàng và tăng trưởng tín dụng (cột phải: % so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: NHNNVN, VCSC

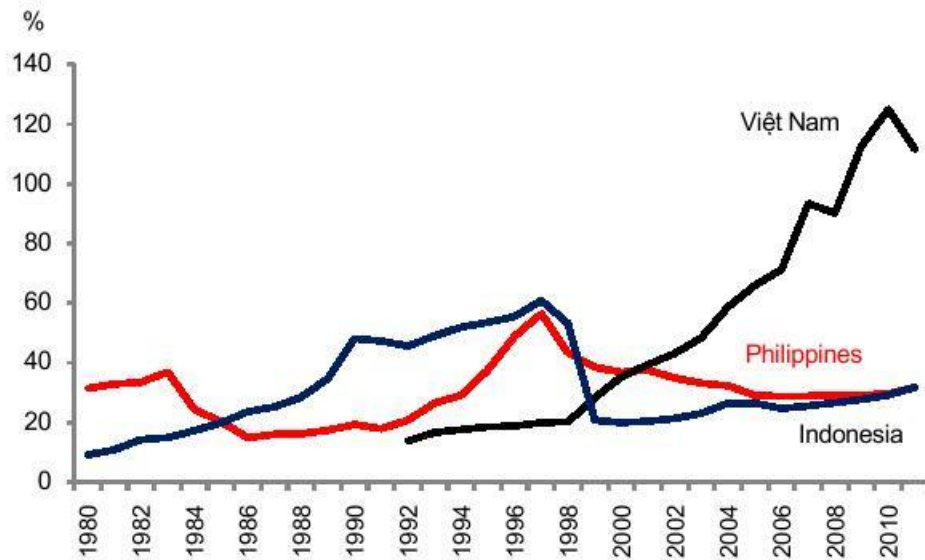
### Tỷ lệ dư nợ/GDP rất cao

Việt Nam cũng có tỷ lệ dư nợ so với quy mô GDP và GDP bình quân đầu người rất cao. Khi bong bóng kinh tế Nhật Bản nổ ra vào năm 1989, tổng dư nợ đạt 114% GDP, được coi là một mức rất cao thời kỳ đó. Việt Nam đã chạm tỷ lệ này dù tỷ lệ dư nợ/GDP bình quân đầu người thấp hơn nhiều.

Nếu chúng ta so sánh tín dụng của nền kinh tế Việt Nam với tín dụng của hai nền kinh tế gần nhất trong khu vực - Indonesia và Philippines - chúng ta thấy rằng dư nợ của Việt Nam rất cao. Ngay cả khi tín dụng tăng trưởng cao nhất vào năm 1997, tỷ lệ dư nợ/GDP ở hai nước này chỉ đạt 60%, và hiện nay ở mức an toàn 32%.



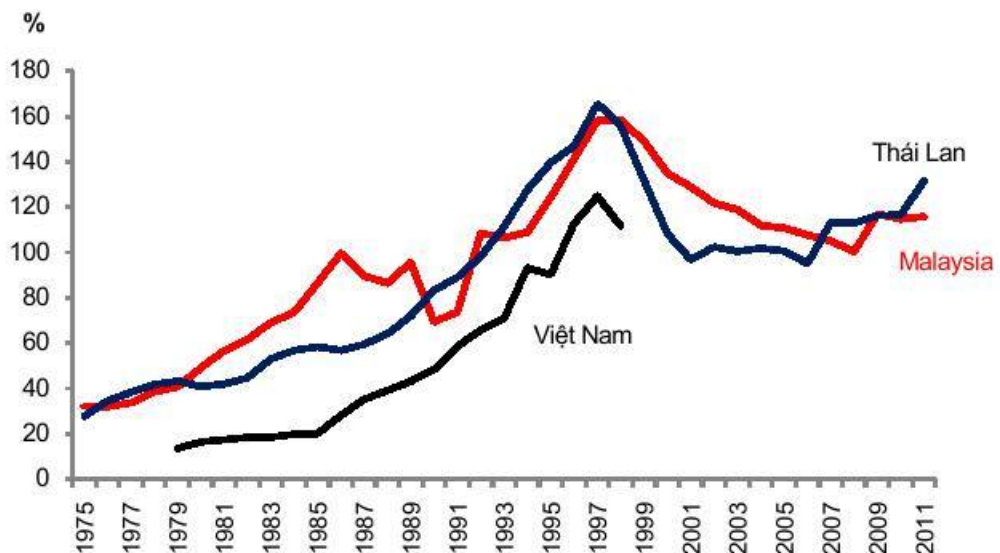
Hình 9: Tín dụng /GDP (%)



Nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), VCSC

Chúng tôi thấy rằng quá trình tích lũy dư nợ/GDP của Việt Nam có vẻ rất giống với Thái Lan và Malaysia trước cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, cách 13 năm so với Việt Nam. Việt Nam đang lặp lại cùng một mô hình tăng trưởng tín dụng như các nước Đông Nam Á khác, chỉ khác là xảy ra sau đó 13 năm. Tỷ lệ dư nợ/GDP lúc cao điểm nhất ở Việt Nam thấp hơn, nhưng GDP/đầu người của Việt Nam cũng thấp hơn mức của Thái Lan và Malaysia cách đây 13 năm.

Hình 10: Tín dụng /GDP (%), Việt Nam lặp lại chặng đường 13 năm về trước của 2 nước này

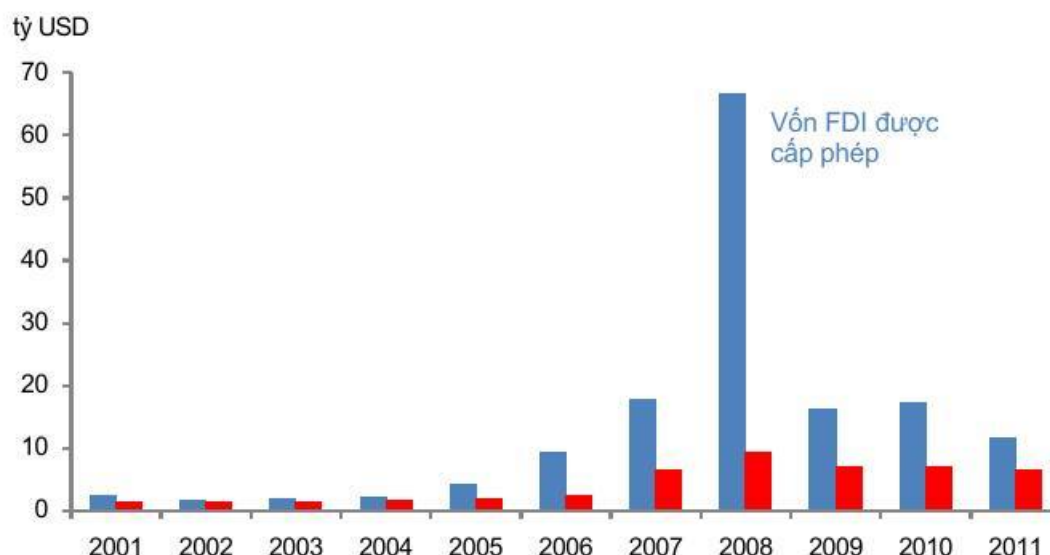


Nguồn: IMF, VCSC

## Gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới và bong bóng bất động sản

Việc Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) vào tháng 01/2007 đã kích hoạt bong bóng thị trường chứng khoán và bất động sản. Khía cạnh kinh tế tích cực của việc gia nhập WTO là FDI được cấp phép tăng cao. FDI được cấp phép tăng từ 4,2 tỷ USD trong năm 2005 lên 9,2 tỷ USD trong năm 2006, 17,8 tỷ USD trong năm 2007, và đạt con số đáng kinh ngạc 66,5 tỷ USD trong năm 2008. Mặc dù vốn FDI thực hiện chưa đạt đến mức này nhưng vốn FDI đã giúp Việt Nam tăng trưởng xuất khẩu mạnh và đóng góp vào tổng GDP.

Hình 11: Vốn FDI cam kết và vốn FDI thực hiện (tỷ USD)



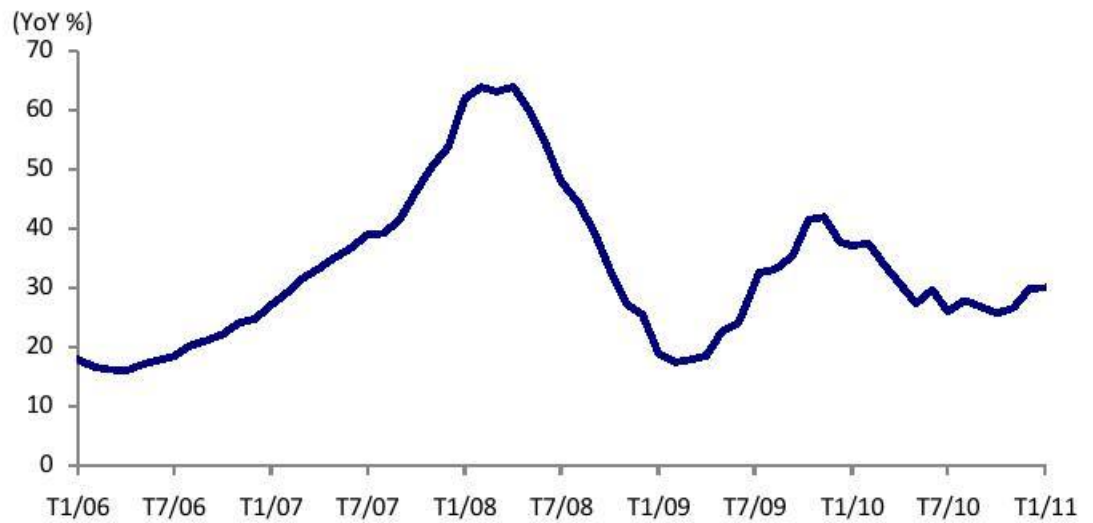
Nguồn: Tổng cục Thống kê

Thật không may, việc gia nhập WTO cũng kích thích các nhà đầu cơ vào thị trường chứng khoán và bất động sản. Nhiều quỹ đầu tư đã được thành lập năm 2007 để "đón đầu làn sóng", nhưng sau khi góp phần thổi phồng thị trường chứng khoán, các quỹ đầu tư này đã gặp nhiều khó khăn. Điều này tương tự như dòng "tiền nóng" vào khu vực Đông Nam Á trong những năm 1990.

Đầy tự tin vào tương lai, các ngân hàng Việt Nam đã cấp tín dụng thoải mái trong năm 2008, 2009 và 2010 khi hầu hết tất cả các công ty từ bỏ mảng kinh doanh cốt lõi và đổ xô vào bất động sản. Hầu hết các công ty trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi dường như đều tham gia vào bất động sản, thường bằng cách cung cấp đất chưa khai thác cho một dự án liên doanh. Giá bất động sản lên đến đỉnh điểm trong năm 2008 và đã giảm dần từ đó.

Không nghi ngờ gì nhu cầu về nhà ở vẫn tăng lên nhưng vấn đề chính là hầu hết các chủ đầu tư tập trung vào phát triển khu dân cư cao cấp, chỉ phù hợp cho những đối tượng có khả năng tài chính dư dả. Điều này đặc biệt đúng khi lãi suất cho vay mua nhà trên 14%. Kết quả là người ta ước tính hiện có tồn kho 70.000 căn hộ trên thị trường, giả sử mỗi căn hộ có giá 70.000 USD thì tương đương khoảng 5 tỷ USD nợ xấu. Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia đã tính toán rằng tín dụng cho lĩnh vực bất động sản thực tế có thể lên tới 348 tỷ đồng vào cuối năm 2011 (chứ không phải 193 tỷ đồng như báo cáo), với một mức nợ xấu "điều chỉnh" lên đến 56,8 tỷ đồng (chứ không phải 6,7 tỷ đồng như báo cáo), tương đương tỷ lệ nợ xấu 16%.

Hình 12: Tăng trưởng tín dụng ngân hàng (% so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: NHNNVN, VCSC

Do chi phí lãi vay cao, các khoản tín dụng cho các chủ đầu tư dễ dàng trở thành nợ xấu. Giả sử một công ty mua đất vào cuối năm 2008 để phát triển dự án, nhưng không thể thực hiện và cuối năm 2012 bán lại đất bằng với giá đã mua. Bốn năm trả lãi vay với lãi suất 15%/năm đồng nghĩa với việc công ty chỉ có thể thu hồi lại 57% tổng chi phí.

### Tín dụng cho doanh nghiệp Nhà nước

Chúng tôi quan ngại về các khoản cho vay cho các doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) vì một số lý do. Đầu tiên, các ngân hàng sẵn sàng cấp tín dụng cho các DNNN không phải vì mức độ tin cậy của các doanh nghiệp này mà vì có thể được Chính phủ bảo lãnh và hỗ trợ. Chính vì vậy mà các DNNN thường hoạt động không hiệu quả, và thường dẫn đến các khoản đầu tư xấu.

Thứ hai, báo cáo tài chính của các DNNN là không thể tiếp cận. Điều này gây khó khăn trong việc tìm hiểu thực tế vay nợ và khả năng thanh toán nợ của các DNNN. Bảng bên dưới là số liệu công bố cho báo chí trong một phiên thảo luận về cải cách DNNN, là một trong những báo cáo tài chính DNNN duy nhất mà chúng tôi tìm thấy. Trong năm 2010, các khoản nợ của các DNNN đã lên đến 1.044.000 tỷ đồng so với vốn là 632.000 tỷ đồng. Số liệu nợ năm 2011 được công bố là 1.292.000 tỷ đồng.



Bảng 13: Báo cáo tài chính các DNNN năm 2010

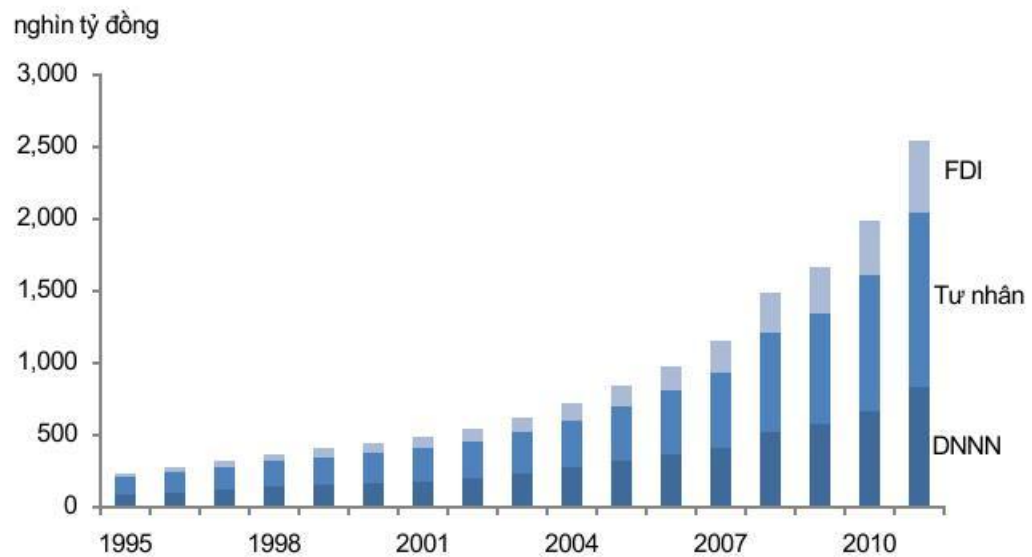
	Tổng tài sản (tỷ đồng)	Tổng nợ phải trả (tỷ đồng)	Tổng vốn CSH (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LN trước thuế (tỷ đồng)	Tài sản/vốn (lần)
Tập đoàn Điện lực VN	301.951	239.699	56.220	101.159	(12.313)	5,4
TĐ Dầu khí VN	466.059	215.114	232.366	249.869	44.505	2,0
TĐ Sông Đà	76.764	61.145	6.908	42.869	1.962	11,1
TĐ Than & Khoáng sản VN	82.883	56.763	23.528	84.360	8.665	3,5
TĐ Xăng dầu VN	52.149	41.852	6.651	137.188	1.382	7,8
TĐ Bưu chính Viễn thông VN	111.416	41.392	69.499	79.935	8.973	1,6
TCT Hàng hải VN	48.344	36.599	8.576	19.237	269	5,6
TCT Hàng không VN	43.057	33.557	8.981	48.717	1.013	4,8
HUD	40.391	32.422	5.101	25.071	2.174	7,9
TCT CN Xi măng VN	41.218	26.903	12.422	16.973	1.116	3,3
TĐ Viễn thông Quân đội	55.786	25.779	28.651	90.340	15.868	1,9
TĐ CN Cao su VN	49.542	21.909	24.551	24.150	7.789	2,0
TĐ Hóa chất VN	31.469	18.653	10.627	28.798	2.844	3,0
TCT Thép VN	23.956	15.636	7.156	24.032	714	3,3
TĐ Dệt may VN	15.884	9.859	4.184	17.931	976	3,8
TCT Lương thực Miền Nam	12.728	8.603	3.818	29.225	1.356	3,3
TCT Lương thực Miền Bắc	11.925	8.505	3.168	14.206	720	3,8
TCT Thuốc lá VN	11.996	6.949	4.670	15.397	965	2,6
TCT Đường sắt Việt Nam	21.033	4.927	10.438	5.988	130	2,0
TCT Giấy VN	5.883	4.840	875	2.693	96	6,7
TCT Cà phê VN	4.299	3.203	809	4.718	202	5,3
Khác	251.347	129.892	102.954	169.092	15.610	4,3
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.760.080</b>	<b>1.044.201</b>	<b>632.153</b>	<b>1.231.948</b>	<b>105.016</b>	
<b>Nợ DNNN</b>		<b>490.000</b>				

Nguồn: Thông cáo báo chí trong quá trình thảo luận về cải cách DNNN

Thứ ba, chúng tôi cho rằng các khoản vay thực tế của các DNNN cao hơn so với con số báo cáo 490.000 tỷ đồng, tương đương 19% tổng dư nợ. Lý do là các DNNN đóng góp 33% vào GDP của Việt Nam, vì vậy sẽ hợp lý hơn nếu tỷ lệ nợ của các DNNN bằng khoảng một phần ba tổng dư nợ. Các DNNN cũng thành lập nhiều công ty con, do đó tình hình tài chính thực tế của các doanh nghiệp này không rõ ràng. Chỉ riêng Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và Tập đoàn Điện lực Việt Nam có tổng nợ phải trả là 544.000 tỷ đồng vào cuối năm 2011.

Chúng tôi ước tính tổng dư nợ các DNNN vào khoảng 780.000 tỷ đồng với giả định 60% tổng các khoản phải trả của các doanh nghiệp này là nợ (phần còn lại sẽ là các khoản phải trả khác và quỹ dự trữ). Con số này tương ứng với tỷ lệ nợ vay của các DNNN lên đến 30% tổng dư nợ, gần bằng tỷ lệ đóng góp của các doanh nghiệp này vào GDP.

Hình 14: GDP theo khối doanh nghiệp



Nguồn: Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), VCSC

### Quá nhiều ngân hàng trong hệ thống

Việt Nam có quá nhiều ngân hàng dẫn đến tình trạng phát triển manh mún, không hiệu quả, cạnh tranh về giá quá mức, và gặp vấn đề trong giám sát quản lý. Hiện Việt Nam có 2 ngân hàng chính sách, 5 ngân hàng thương mại (NHTM) Nhà nước, 37 NHTM cổ phần, 5 ngân hàng 100% vốn nước ngoài, và 5 ngân hàng liên doanh.

Chúng tôi quan tâm chủ yếu đến các NHTM cổ phần nhỏ và chưa niêm yết. Điều này là do nhiều ngân hàng được thành lập chỉ nhằm mục đích giúp các chủ ngân hàng tiếp cận dễ dàng với các khoản tín dụng. Không ai biết các ngân hàng này hoạt động ra sao, và người ta lo ngại các cổ đông của các ngân hàng này cũng đã vay vượt quá vốn họ đầu tư vào ngân hàng. Thông thường, trong bất kỳ cuộc khủng hoảng ngân hàng nào, các ngân hàng nhỏ thường gặp khó khăn đầu tiên.

Chúng tôi cho rằng nên so sánh số lượng các ngân hàng tại Việt Nam hiện nay với số lượng ngân hàng ở những nước châu Á khác, cả trước và sau cuộc khủng hoảng ngân hàng. Ví dụ như hệ thống ngân hàng Hàn Quốc từng có 26 ngân hàng, nhưng bây giờ cả nước chỉ còn 5 ngân hàng thương mại. Vào năm 1989, Nhật Bản từng có 3 ngân hàng tín dụng dài hạn, 13 ngân hàng thành phố, và 7 ngân hàng tín thác; hiện nay còn 4 nhóm ngân hàng, cộng với 3 ngân hàng độc lập. Thái Lan từng có 15 ngân hàng trước cuộc khủng hoảng tài chính và 56 công ty tài chính; hiện nay chỉ còn 7 ngân hàng nội địa. Indonesia từng có 222 ngân hàng, nhưng hiện giảm xuống còn 120 ngân hàng.



Bảng 15. Các ngân hàng ở Việt Nam (số liệu năm 2011)

Ngân hàng	Tín dụng (tỷ đồng)	Tỷ lệ tín dụng (%)	Tài sản (tỷ đồng)	Huy động (tỷ đồng)	Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Lợi nhuận (tỷ đồng)
Ngân hàng Phát triển VN	181.190	6,8%				
Ngân hàng Chính sách Xã hội VN	103.731	3,9%				
<b>Tổng NH chính sách</b>	<b>284.921</b>	<b>10,8%</b>				
NH Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn VN	443.476	16,7%	550.740	390.966	35.475	
NH Đầu tư & Phát triển VN	293.937	11,1%	405.755	240.508	24.390	3.211
NH Công Thương VN	293.434	11,1%	460.604	257.274	28.490	6.244
NH Ngoại Thương VN	209.418	7,9%	366.749	226.909	29.335	4.220
NH Phát triển Nhà đồng bằng sông Cửu Long	22.954	0,9%	47.282	20.369	3.187	84
<b>Tổng NHTM Nhà nước</b>	<b>1.263.219</b>	<b>47,7%</b>	<b>1.831.130</b>	<b>1.136.026</b>	<b>120.877</b>	<b>13.759</b>
NH Á Châu	102.809	3,9%	281.020	142.218	11.959	3.208
NH Sài Gòn Thương Tín	80.539	3,0%	141.531	75.092	14.544	2.067
NH Xuất nhập khẩu VN	74.663	2,8%	183.566	53.653	16.302	3.038
NH Kỹ Thương VN	63.514	2,4%	190.867	91.023	12.515	3.176
NH Quân Đội	59.045	2,2%	138.831	89.548	9.643	2.128
NH Đông Á	44.003	1,7%	65.549	36.063	5.814	947
NH Quốc Tế	43.497	1,6%	96.950	44.149	8.160	639
NH TMCP Sài Gòn	42.171	1,6%	78.014	40.930	4.862	n/a
NH Hàng Hải VN	37.753	1,4%	114.375	62.295	9.499	797
NH Phương Nam	35.339	1,3%	69.991	33.410	4.017	226
NH VN Thịnh Vượng	29.184	1,1%	82.818	29.412	5.996	800
NH Sài Gòn – Hà Nội	29.162	1,1%	70.989	34.786	5.831	753
NH Nhà Hà Nội	22.352	0,8%	41.286	18.567	4.391	234
NH An Bình	19.916	0,8%	41.542	20.250	4.723	307
NH Đông Nam Á	19.641	0,7%	101.093	34.353	5.537	126
NH Đại Dương	19.187	0,7%	62.639	38.590	4.644	488
NH Phát triển TPHCM	13.848	0,5%	45.025	19.090	3.548	426
NH Nam Việt	12.915	0,5%	22.496	14.822	3.216	166
NH Bưu điện Liên Việt	12.757	0,5%	56.132	25.658	6.594	977
NH Xăng dầu Petrolimex	12.112	0,5%	17.582	10.925	2.591	446
NH Đại Tín	11.931	0,5%	27.171	11.219	3.216	161
NH Việt Á	11.578	0,4%	22.513	7.247	3.576	248
NH Sài Gòn Công Thương	11.183	0,4%	15.942	8.968	3.845	299
NH Phương Tây	8.854	0,3%	20.551	12.630	3.163	121
NH Kiên Long	8.404	0,3%	17.849	8.138	3.456	395
NH Đại Á	6.996	0,3%	22.202	5.115	3.512	374
NH Bảo Việt	6.713	0,3%	13.225	7.030	1.671	115
NH Nam Á	6.245	0,2%	19.038	6.446	3.300	241
NH Bản Việt	4.380	0,2%	16.968	5.231	3.301	270
<b>Tổng NH TMCP</b>	<b>850.691</b>	<b>32,1%</b>	<b>2.077.755</b>	<b>986.858</b>	<b>173.426</b>	<b>22.903</b>
<b>Tổng NH nước ngoài</b>	<b>250.000</b>	<b>9,4%</b>				
<b>Tổng cộng</b>	<b>2.648.831</b>	<b>100%</b>				

Nguồn: VCSC, báo cáo tài chính của các ngân hàng



## Bí ẩn tín dụng liên ngân hàng

Tỷ lệ lớn trong tổng tài sản của các ngân hàng Việt Nam là các khoản cho vay liên ngân hàng. Các ngân hàng giải thích rằng họ đang cho các ngân hàng huy động yếu vay vốn. Tuy nhiên, nếu đúng như vậy thì sẽ có một số ngân hàng vay liên ngân hàng và các ngân hàng khác cho vay liên ngân hàng; nhưng thay vào đó các ngân hàng vừa vay và cho vay liên ngân hàng.

Chúng tôi cho rằng ắt hẳn phải có nguyên nhân khác. Ở Trung Quốc, cho vay liên ngân hàng không khác gì cho vay doanh nghiệp, chỉ khác là được ngân hàng bảo đảm. Thông thường, ngân hàng muốn cho một khách hàng vay nhiều hơn nhưng không thể do có hạn mức tín dụng cho mỗi khách hàng. Do đó, ngân hàng nhờ một ngân hàng thứ hai cho vay, sau đó đảm bảo rủi ro cho khoản vay này. Ngân hàng thứ hai xem khoản này như cho vay liên ngân hàng do có bảo lãnh từ ngân hàng kia. Tín dụng liên ngân hàng thường được xem là phi rủi ro. Tuy nhiên, do bản thân ngân hàng cũng gặp khó khăn nên các khoản vay này tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Bảng 16. Cho vay liên ngân hàng (tỷ đồng)

Ngân hàng	Tín dụng	Cho vay liên NH	Tỷ lệ liên NH/tín dụng (%)	Huy động-tín dụng	Cho vay ròng liên NH
NH NN & Phát triển Nông thôn VN	443.476	40.628	9%	(52.510)	15.378
NH Đầu tư & Phát triển VN	293.937	57.580	20%	(53.429)	21.875
NH Công Thương VN	293.434	65.452	22%	(36.160)	(8.956)
NH Ngoại Thương VN	209.418	104.748	50%	17.491	56.786
NH Phát triển Nhà ĐB s.Cửu Long	22.954	11.738	51%	(2.585)	(4.249)
<b>Tổng NHTM Nhà nước</b>	<b>1.263.219</b>	<b>280.146</b>	<b>22%</b>	<b>(127.193)</b>	<b>80.834</b>
NH Á Châu	102.809	81.274	79%	39.409	46.560
NH Sài Gòn Thương Tín	80.539	9.621	12%	(5.447)	(3.203)
NH Xuất nhập khẩu VN	74.663	64.529	86%	(21.010)	(7.330)
NH Kỹ Thương VN	63.514	43.191	68%	27.509	(4.941)
NH Quân Đội	59.045	41.667	71%	30.503	14.994
NH Đông Á	44.003	4.214	10%	(7.940)	(1.521)
NH Quốc Tế	43.497	28.665	66%	652	3.361
NH TMCP Sài Gòn	42.171	5.188	12%	(1.241)	(12.547)
NH Hàng Hải VN	37.753	28.762	76%	24.542	5.931
NH Phương Nam	35.339	9.501	27%	(1.929)	(5.183)
NH VN Thịnh Vượng	29.184	22.961	79%	228	(2.627)
NH Sài Gòn – Hà Nội	29.162	18.845	65%	5.624	2.936
NH Nhà Hà Nội	22.352	4.623	21%	(3.785)	(7.120)
NH An Bình	19.916	7.842	39%	334	(1.617)
NH Đông Nam Á	19.641	42.118	214%	14.712	(5.146)
NH Đại Dương	19.187	24.217	126%	19.403	6.697
NH Phát triển TPHCM	13.848	9.129	66%	5.242	(2.555)
NH Nam Việt	12.915	3.059	24%	1.907	(417)
NH Bưu điện Liên Việt	12.757	19.839	156%	12.901	(646)
NH Xăng dầu Petrolimex	12.112	1.403	12%	(1.187)	(1.954)
NH Đại Tín	11.931	4.513	38%	(712)	(3.708)
NH Việt Á	11.578	2.062	18%	(4.331)	(162)
NH Sài Gòn Công Thương	11.183	1.099	10%	(2.215)	(588)
NH Phương Tây	8.854	3.662	41%	3.776	(153)
NH Kiên Long	8.404	4.154	49%	(266)	(614)
NH Đại Á	6.996	11.223	160%	(1.881)	(480)
NH Bảo Việt	6.713	3.259	49%	317	(3.770)
NH Nam Á	6.245	3.816	61%	201	(1.739)
NH Bản Việt	4.380	4.750	108%	851	1.181
<b>Tổng NH TMCP</b>	<b>850.691</b>	<b>509.186</b>	<b>60%</b>	<b>136.167</b>	<b>13.639</b>

Nguồn: VCSC, báo cáo tài chính của các ngân hàng



## Nhìn lại cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á 1997

Hệ thống ngân hàng Việt Nam hiện đang đối mặt với một số vấn đề tương tự những vấn đề các ngân hàng Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia và Indonesia gặp phải trước cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á 1997. Vì Việt Nam không bị ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng đó, và do nhiều người Việt Nam còn quá trẻ nên không nhớ gì về sự kiện này, chúng tôi xin bắt đầu bằng cách điểm lại những vấn đề các ngân hàng Châu Á phải đối mặt tại thời điểm đó, và sau đó xem xét diễn biến tình hình tại từng nước.

### Những vấn đề của các ngân hàng Châu Á

Cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á chịu tác động của cả nguyên nhân vi mô lẫn vĩ mô. Nguyên nhân vi mô nằm ở nội tại hệ thống ngân hàng các nước châu Á, và hầu hết đều có nhiều điểm tương đồng với các ngân hàng Việt Nam hiện nay:

- **Việc cho vay chủ yếu dựa trên thế chấp.** Các ngân hàng không quan tâm nhiều đến việc phân tích dòng tiền hoặc tính khả thi của các dự án.
- **Tín dụng cấp dựa trên quan hệ chiếm tỷ lệ lớn.** Sở hữu ngân hàng là phương án tối ưu để có thể vay được nhiều nhằm đầu cơ bất động sản.
- **Cho vay theo yêu cầu của chính phủ.** Nhiều ngân hàng cho các doanh nghiệp quốc doanh hoặc tập đoàn lớn vay theo Chính phủ yêu cầu.
- **Khung pháp lý không còn phù hợp.** Quy định phát mãi tài sản thế chấp kéo theo những thủ tục rườm rà, sự thiên vị đối với các khách hàng vay vốn trong nước, và tham nhũng.
- **Quy định thiếu chặt chẽ.** Các quy tắc phân loại nợ và trích lập dự vòng còn khá lỏng lẻo.
- **Các tiêu chuẩn về việc công bố thông tin và tính minh bạch còn thấp.** Điều này gây ra tâm lý ngờ vực khi nền kinh tế bắt đầu gặp khó khăn.
- **Hệ thống thông tin còn sơ sài.** Số liệu về nợ nước ngoài của các doanh nghiệp tư nhân không đầy đủ. Số liệu về việc phân bổ tín dụng theo ngành không thật chi tiết. Thông tin về cung/cầu bất động sản còn nghèo nàn.

Về mặt vĩ mô, có nhiều nguyên nhân; trong số này Việt Nam chỉ gặp phải một số vấn đề.

- **Hệ thống tỷ giá cố định, và chính sách tiền tệ còn thiếu độc lập.** Malaysia, Thái Lan, và Hàn Quốc đều có đồng nội tệ phụ thuộc rất nhiều vào đồng USD, trong khi Indonesia liên tục phá giá đồng nội tệ của mình. Điều này khiến dòng tiền nóng dễ dàng chảy vào trong nước.
- **Lượng vốn lớn chảy vào trong nước gây ra bùng nổ tín dụng.** Điều này khiến thị trường bất động sản dư cung trầm trọng, nợ tăng mạnh do các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy
- **Không thực sự có thị trường trái phiếu.** Một thị trường trái phiếu lành mạnh cung cấp rất nhiều thông tin về khả năng thanh toán nợ, vì các nhà đầu tư trái phiếu có những tiêu chuẩn chặt chẽ hơn.
- **Doanh nghiệp tư nhân vay nước ngoài quá nhiều.** Các doanh nghiệp vay vốn bằng đồng USD nhằm giảm chi phí lãi vay. Điều này không phải là một lo ngại lớn đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

Cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á bắt đầu với việc phá giá đồng baht Thái vào tháng 06/1997, và sau đó lan rộng sang các nước Châu Á khác khi nhà đầu tư nước ngoài đồng loạt thoái lui; quá trình này được gọi là hiệu ứng lây lan (contagion effect). Tuy nhiên, những vấn đề này thật ra đã đè nặng lên các quốc gia trên trong vòng ít nhất hai năm trước khi cuộc khủng hoảng nổ ra. Giá bất động sản Thái Lan chạm đỉnh vào năm 1995, và một doanh nghiệp BDS Thái không trả được tiền lãi trái phiếu vào tháng 02/2007. Các ngân hàng Hàn Quốc vật lộn với nợ xấu và chênh lệch lãi suất thấp trong suốt những năm 1990 và các



chaebol có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu là 400%. Chủ nghĩa tư bản thân hữu nở rộ tại Indonesia và các doanh nghiệp nước này vay nước ngoài rất nhiều.

Hình 17: Tình hình hệ thống ngân hàng một số nước Châu Á cuối năm 1998 (tỷ USD)

	Số ngân hàng	Tổng dư nợ (tỷ USD)	Nợ xấu (tỷ USD)	Tỷ lệ nợ xấu (%)
Thái Lan	15	188	90	48
Malaysia	42	106	35	33
Indonesia	222	85	52	61
Hàn Quốc	26	437	144	33
Philippines	40	49	9	17
Tổng cộng	345	865	330	192

Nguồn: Jardine Fleming Research

### Thái Lan: Đầu cơ bất động sản

Từ năm 1987 đến năm 1997, Thái Lan đã ấn định tỷ giá baht/USD tại mức 25 baht/USD. Điều này giúp Thái Lan trở thành điểm đến hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư, vì họ có thể arbitrage lãi suất cao hơn tại Thái Lan và đầu tư vào thị trường chứng khoán mà không lo ngại lỗ do chênh lệch tỷ giá.

Dòng tiền nóng chảy vào Thái Lan sau năm 1992 gây ra bong bóng chứng khoán và bất động sản. Thị trường chứng khoán tăng ba lần từ giữa năm 1992 đến cuối năm 1993, còn thị trường bất động sản chứng kiến các cao ốc văn phòng và căn hộ được xây dựng liên tục. Tín dụng ngân hàng tăng 18,7% mỗi năm từ năm 1991 đến 1996. Thái Lan cũng có lĩnh vực phi ngân hàng gồm các công ty được gọi là công ty tài chính, chuyên về cho vay để mua ô tô và xe tải. Tín dụng các công ty này lên đến 33% quy mô tín dụng ngân hàng. Bangkok International Banking Facility, do Chính phủ Thái Lan thành lập năm 1992, đã làm gia tăng đáng kể số lượng cũng như phạm vi hoạt động của các tổ chức tài chính cho vay trên thị trường quốc tế.

Từ năm 1995, tăng trưởng kinh tế của Thái Lan bắt đầu chững lại. Sau khi phá giá đồng nhân dân tệ, Trung Quốc đã tăng được thị phần tại những thị trường xuất khẩu trước đó là thế mạnh của Thái Lan. Do các cao ốc được xây dựng tràn lan, tỷ lệ diện tích văn phòng còn trống tại Bangkok lên đến 15% năm 1996, trong khi tỷ lệ nợ xấu đến 13%. Công ty phát triển bất động sản Somprasong không trả được nợ nước ngoài vào đầu năm 1997, và sau đó công ty tài chính hàng đầu Thái Lan Finance One vỡ nợ vào tháng năm.

Các quỹ phòng vệ (hedge fund) đã châm ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á khi bán ra đồng baht Thái. Trong vòng chưa đến một tháng, Thái Lan đã sử dụng hết 28 tỷ USD trong số 30 tỷ USD dự trữ ngoại hối để bảo vệ đồng nội tệ. Thái Lan buộc phải phá giá và thả nổi đồng baht; tỷ giá baht/USD theo đó từ 25 baht/USD thành 56 baht/USD vào tháng 01/1998.

**Chi phí xử lý nợ xấu:** Nợ xấu của Thái Lan cuối cùng lên đến 90 tỷ USD, tương đương 48% tổng dư nợ. Năm trong số các ngân hàng thương mại của nước này bị quốc hữu hóa, các ngân hàng nước ngoài mua lại hai, và số còn lại đều phải huy động thêm vốn. 56 công ty tín dụng bị thanh lý.

**Bài học:** Có nhiều điểm tương đồng giữa tình hình Thái Lan tại thời điểm đó và Việt Nam hiện tại. Việt Nam có dòng vốn ngoại khá lớn chảy vào năm 2007-2008 sau khi gia nhập tổ chức WTO, và giờ đây, sau năm năm, thị trường bất động sản gặp khó khăn trầm trọng. Các ngân hàng nhỏ của Việt Nam đóng vai trò tương đương các công ty tài chính của Thái Lan.



Cả hai nền kinh tế có mức tăng tỷ lệ nợ/GDP bằng nhau. Điểm khác biệt là ở chỗ, các công ty Việt Nam không vay nợ nước ngoài nhiều, và tỷ giá hối đoái của tiền đồng so với USD không cố định như đồng baht Thái trước đây.

### Hàn Quốc: Tăng trưởng bằng cách cho các chaebol vay vốn

Hàn Quốc muốn nhanh chóng bắt kịp Nhật Bản, và nỗ lực thực hiện điều này thông qua các tập đoàn gia đình gọi là chaebol. Các chaebol của Hàn Quốc, như Samsung, Hyundai, và Daewoo, có nhiều điểm tương đồng với các DNNN của Việt Nam. Chính phủ Hàn Quốc hỗ trợ các chaebol này tăng trưởng bằng cách yêu cầu các ngân hàng cho vay. Dù các ngân hàng đều không thuộc sở hữu nhà nước, Chính phủ bổ nhiệm tổng giám đốc và kiểm soát các hoạt động của ngân hàng. Nợ xấu của các chaebol tăng liên tục trong những năm 1990, và các chaebol (cũng như Chính phủ Hàn Quốc) cũng vay nước ngoài rất nhiều. Nợ nước ngoài của Hàn Quốc tăng 3 lần, từ 44 tỷ USD năm 1993 lên 120 tỷ USD năm 1997, trong đó 68% là nợ ngắn hạn.

Hình 18: Tình hình nợ của các chaebol của Hàn Quốc

Chaebol	Tín dụng ngân hàng năm 1997 (tỷ won)	Nợ/CSH (%)
Hyundai	19.026	596
Samsung	17.326	340
Daewoo	15.105	386
LG	10.957	478
Hanjin	5.509	906
SK	4.061	354
Ssangyong	4.021	503
Hanwha	3.923	578
Daelim	2.899	414

Nguồn: VCSC, Korea FSC

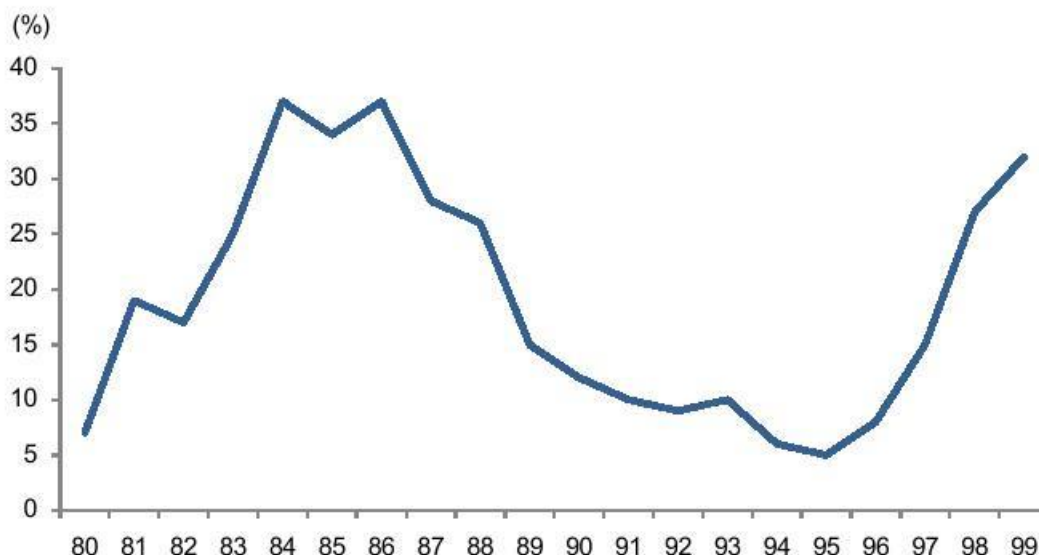
Sau khi Thái Lan phá giá đồng baht năm 1997, lo ngại phá giá đồng nội tệ lan sang các nước Châu Á khác cũng có mức nợ nước ngoài cao. Đồng won của Hàn Quốc bị phá giá, giảm từ mức 800 won/USD xuống 1.800 won/USD trong vòng hai tháng. Mất khả năng thanh toán nợ nước ngoài, Hàn Quốc phải vay IMF và nhanh chóng tiến hành tái cơ cấu hệ thống ngân hàng.

Chính phủ Hàn Quốc đã hành động quyết liệt & tức thời. Đầu tiên là việc đề ra tiêu chuẩn nghiêm ngặt đối với việc phân loại nợ và trích lập dự phòng dành cho các ngân hàng. Thứ hai, thành lập Ủy ban Giám sát Tài chính để kiểm soát hệ thống ngân hàng. Thứ ba, Ủy ban Giám sát Tài chính đã quốc hữu hóa các ngân hàng Korea First Bank và Seoul Bank, đóng cửa năm ngân hàng, và buộc sáu ngân hàng khác sáp nhập. Thứ tư, thành lập Công ty quản lý nợ Hàn Quốc (Korean Asset Management Company – KAMCO) để mua lại 86.000 tỷ won nợ xấu lấy 36.000 nghìn tỷ won. Thứ năm, sa thải 20% nhân viên ngân hàng trong năm 1998. Thứ sáu, buộc các chaebol lớn nhất phải tái cơ cấu, một trong số các chaebol này (Daewoo) phá sản.

**Chi phí xử lý nợ xấu:** Tổng chi phí Chính phủ Hàn Quốc phải chịu là 60.000 tỷ won. Nợ xấu chiếm đến 33% tổng dư nợ tín dụng, chủ yếu là nợ của các chaebol. Tín dụng có thể chấp bất động sản và tín dụng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa tương đối an toàn. Đây là lý do vì sao những ngân hàng không bị cuốn vào khủng hoảng là đều là các ngân hàng chuyên về cho vay có thể chấp bất động sản, ngân hàng bán lẻ, các doanh nghiệp nhỏ và vừa hoặc ngoại thương.

**Bài học:** Bài học lớn nhất Việt Nam có thể rút ra từ trường hợp của Hàn Quốc là việc cải cách và tái cơ cấu ngành ngân hàng có thể được thực hiện trong khoảng hai năm nếu quyết tâm. Người Hàn Quốc khá ngượng ngùng vì phải yêu cầu IMF hỗ trợ (đây là lý do vì sao họ gọi cuộc khủng hoảng này là “khủng hoảng IMF”), và trong suốt những thời điểm đen tối nhất của năm 1997, người Hàn Quốc quyên góp trang sức vàng cho Chính phủ.

Hình 19: Tỷ lệ nợ xấu tại các ngân hàng Hàn Quốc (% tổng dư nợ)



Nguồn: Bank of Korea, FSC, VCSC

### Indonesia: Cho vay dựa trên quan hệ thân hữu

Tình hình Indonesia dường như khả quan hơn nhiều so với Thái Lan tại thời điểm xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á. Lạm phát thấp, cán cân thương mại thặng dư, dự trữ ngoại hối đạt 20 tỷ USD và hệ thống ngân hàng ổn định. Tuy nhiên, sau khi đồng baht bị phá giá, Hội đồng tiền tệ của Indonesia đã nới rộng biên độ giao dịch của đồng rupi từ 8% lên 12% và đồng rupi đột ngột bị phá giá. Tỷ giá hối đoái giảm từ 2.600 rupi/USD xuống 17.000 rupi/USD. Tổng thống Suharto buộc phải từ chức.

Vấn đề Indonesia gặp phải có hai mặt. Thứ nhất, nước này có một nền kinh tế dựa trên chủ nghĩa tư bản thân hữu, trong đó những người thân quen của chính quyền Suharto hưởng lợi rất nhiều (như Tommy, con trai của Tổng thống). Thứ hai, các doanh nghiệp đã vay vốn rất nhiều bằng đồng USD. Các doanh nghiệp Indonesia nợ nước ngoài 39,7 tỷ USD tính đến giữa năm 1997, trong đó 87% là nợ ngắn hạn.

**Chi phí xử lý nợ xấu:** Nợ xấu có thể đã lên đến 90% tổng dư nợ của Indonesia, và hầu hết các ngân hàng của nước này đều gặp khó khăn. Cục Cải cách Ngân hàng Indonesia đã được thành lập với mục đích cải cách hệ thống ngân hàng. Cơ quan này đã đóng cửa 20 ngân hàng, quốc hữu hóa bốn ngân hàng, sáp nhập 150 ngân hàng tư nhân thành 50 ngân hàng, và tái cấp vốn cho 56 ngân hàng với 20 tỷ USD. Cơ quan này cũng bán một số ngân hàng cho các nhà đầu tư cá nhân, và các ngân hàng này hiện nay đều nằm trong số những ngân hàng cạnh tranh nhất. Nền kinh tế Indonesia sụt giảm 13,7% trong năm 1998.

**Bài học:** Indonesia là một ví dụ tiêu biểu cho thấy việc đột ngột mất đi niềm tin vào một quốc gia, cũng như vào đồng nội tệ và hệ thống ngân hàng nước này có thể châm ngòi cho khủng hoảng tài chính. Nói cách khác, Việt Nam không nên hải lòng trước việc tiền động hiện ổn định và các doanh nghiệp không nợ nước ngoài nhiều. Indonesia cũng cho thấy sự nguy hiểm của



chủ nghĩa tư bản thân hữu, khi mà các mối quan hệ mang lại nhiều lợi thế hơn các ý tưởng kinh doanh độc đáo.

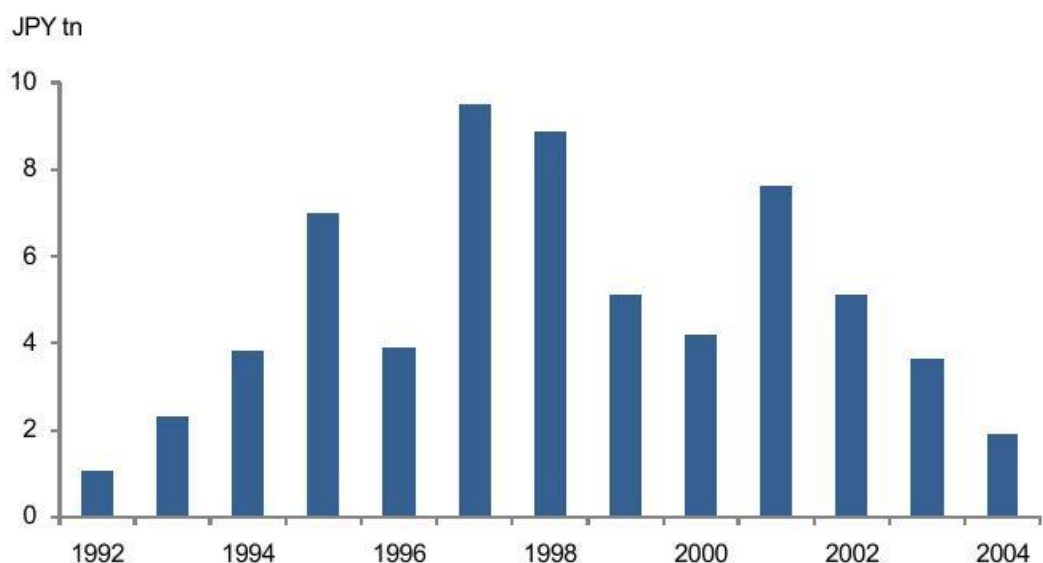
### Nhật Bản: Khủng hoảng ngân hàng kéo dài

Gốc rễ của cuộc khủng hoảng ngân hàng của Nhật Bản bắt đầu với Hiệp định Plaza năm 1985, khi đất nước này quyết định tái định giá đồng yên từ mức 250 yên/USD lên 150 yên/USD. Mục đích của việc này là lấy lại cân bằng thương mại và hãm lại cỗ máy kinh tế của Nhật Bản. Một trong những hậu quả không ngờ tới là dòng tiền ở lại trong nước, khiến lãi suất giảm mạnh và giá bất động sản tăng cao. Các ngân hàng Nhật Bản bắt đầu cho vay rất nhiều, gây ra bong bóng chứng khoán và bất động sản, kéo dài đến tận cuối năm 1989.

Dù giá bất động sản bắt đầu giảm từ năm 1990 và các ngân hàng phải đối mặt với rủi ro nhiều khách hàng không trả được nợ, Nhật Bản là một quốc gia giàu có và nỗ lực vượt qua khó khăn này bằng cách để các ngân hàng tiếp tục hỗ trợ khách hàng trong khi vẫn cố gắng trích lập dự phòng nhiều nhất trong khả năng. Các ngân hàng nhỏ cấp địa phương bắt đầu phá sản vào năm 1994, sau đó là các ngân hàng lớn năm 1997 và 1998. Cuối cùng, Chính phủ Nhật Bản buộc phải tài trợ 60.000 tỷ yên để tái cấp vốn cho các ngân hàng sau khi buộc các ngân hàng này thừa nhận không thu hồi được nợ. Cổ phiếu ngân hàng, giá bất động sản và toàn nền kinh tế mãi đến năm 2003 mới chạm đáy khi ngân hàng Resona Bank bị quốc hữu hóa một phần. Đến lúc đó, nền kinh tế Nhật Bản đã mất một thập kỷ, và đến nay vẫn chưa thể phục hồi.

**Chi phí xử lý nợ xấu:** Các ngân hàng Nhật Bản chưa bao giờ phải trích lập chi phí xử lý nợ xấu cho đến khi khủng hoảng xảy ra, do đó các chuyên viên phân tích chỉ có thể ước tính nợ xấu bằng cách giả định tín dụng bất động sản, xây dựng, và các công ty cho thuê tài chính đều khó khăn (các ngân hàng cho các công ty tài chính vay tiền, các công ty này lại cho bất động sản vay lại). Số tiền này lên đến 30% tổng tín dụng ngân hàng, khoảng 100.000 tỷ yên. Từ năm 1990 đến 2003, chi phí tín dụng của các ngân hàng Nhật Bản và lượng vốn huy động thêm tổng cộng lên đến 120.000 tỷ yên, cho thấy ngay cả các con số ước tính sơ bộ cũng có thể đạt độ chính xác cao.

Hình 20: Chi phí xử lý nợ xấu của các ngân hàng Nhật Bản

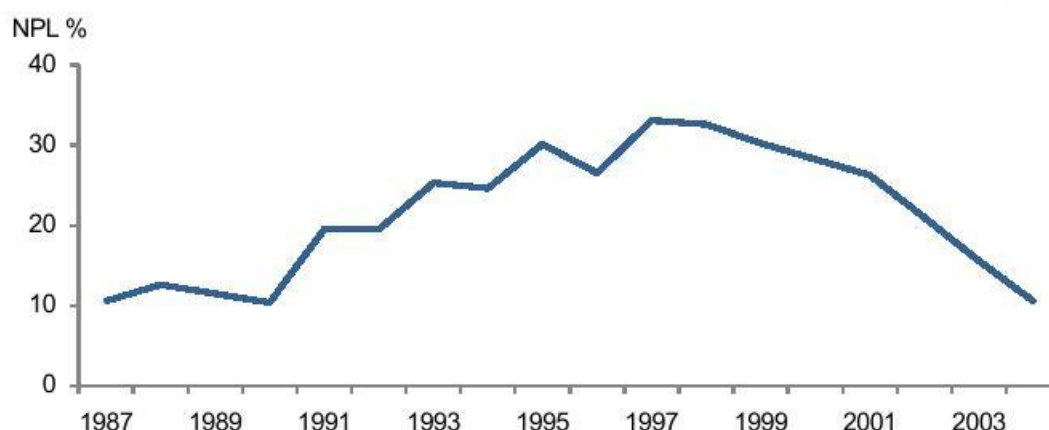


Nguồn: Báo cáo tài chính của các ngân hàng lớn, VCSC





Hình 21: Tỷ lệ nợ xấu tại các ngân hàng Trung Quốc (% tổng dư nợ tín dụng)



Nguồn: China Banking Regulatory Commission

## Ước tính giá trị nợ xấu tại các ngân hàng Việt Nam

Theo báo cáo chính thức, tỷ lệ nợ xấu tại các ngân hàng Việt Nam là khoảng 4%. NHNN cho biết trên thực tế con số này có thể lên đến 8,8%, gấp đôi con số chính thức. Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm thậm chí còn ước tính ít nhất là 13%. Điều này cho thấy việc xác định quy mô nợ xấu vẫn còn khá khó khăn.

Cách duy nhất để có thể đưa ra một con số tương đối chính xác là để các ngân hàng tự xem xét dư nợ tín dụng của mình và phân loại các khoản vay dựa trên khả năng thanh toán của bên vay. Chúng tôi không thể tự mình làm việc này. Để tránh hiểu lầm, chúng tôi xin định nghĩa nợ xấu là bất kỳ khoản nợ nào mà việc thanh toán gặp khó khăn vì bất cứ lý do gì, như thanh toán chậm, gia hạn, giảm lãi suất theo hợp đồng, hoặc bên vay mất khả năng thanh toán. Theo định nghĩa này, hầu hết các khoản nợ cần chú ý (nhóm 2) tại các ngân hàng Việt Nam đều là nợ xấu.

Để ước tính nợ xấu tại các ngân hàng Việt Nam, chúng tôi áp dụng ba phương pháp. Đầu tiên là phương pháp tiếp cận từ dưới lên, theo đó chúng tôi sử dụng kinh nghiệm tại Châu Á và kiến thức tổng quát về Việt Nam để ước tính tỷ lệ nợ xấu dựa trên tỷ lệ tín dụng cho từng ngành nghề. Phương pháp thứ hai tương tự như vậy, nhưng dựa trên phân loại khách hàng. Thứ ba là phương pháp vĩ mô dựa trên tổng dư nợ của nền kinh tế.

Trong các phương pháp này, không có phương pháp nào có độ chính xác cao, nhưng dẫu sao cũng có thể cho chúng ta biết một cách tương đối quy mô vấn đề. Điều duy nhất thực sự có ý nghĩa là liệu vấn đề có lớn đến mức đe dọa hệ thống tài chính và đòi hỏi Chính phủ phải can thiệp hay không.

## Ước tính nợ xấu dựa trên tín dụng theo ngành

Bảng dưới đây cho thấy thành phần tín dụng theo ngành của ngành ngân hàng Việt Nam cấp theo ngành nghề tính đến tháng 04/2012. Chúng tôi áp dụng ước tính chính xác nhất có thể cho tỷ lệ nợ xấu từng ngành nghề. Các ngành bất động sản và xây dựng được áp dụng tỷ lệ nợ xấu cao nhất; tỷ lệ nợ xấu áp dụng cho khu vực sản xuất thấp hơn hẳn, và tỷ lệ thấp nhất cho các khoản vay cá nhân.



Hình 22: Ước tính nợ xấu dựa trên tín dụng theo ngành

Tính đến tháng 04/2012	Tín dụng (nghìn tỷ đồng)	Giả định TL nợ xấu (%)	NPLs Nợ xấu (nghìn tỷ đồng)
Nông-lâm-ngư nghiệp	231	15	35
Sản xuất	608	15	91
Tiện ích	144	8	11
Xây dựng	234	40	94
Thương mại	524	10	52
Logistics	108	17	18
Bất động sản	152	50	76
Dịch vụ (giáo dục, du lịch, y tế)	176	8	14
Tín dụng cá nhân	189	5	9
Khác	252	15	38
<b>Tổng cộng</b>	<b>2.617</b>	<b>17</b>	<b>439</b>

Nguồn: VCSC ước tính

### Ước tính nợ xấu dựa trên phân loại khách hàng

Phương pháp thứ hai của chúng tôi được dựa trên việc phân loại bên vay. Các nhóm tín dụng bao gồm (1) tín dụng bất động sản, dựa trên các khoản vay có điều chỉnh cho bất động sản do Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia cấp; (2) tín dụng cho cá nhân, với giả định nhóm này chiếm 10% tổng dư nợ tín dụng; (3) tín dụng cho các doanh nghiệp lớn, bao gồm cả các DNNN, trong đó, theo ước tính của chúng tôi, tín dụng cho các DNNN chiếm 780.000 tỷ đồng, và giả định 30% các công ty tư nhân ngoài bất động sản là các công ty lớn; và (4) tín dụng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa, với giả định nhóm này chiếm 70% tín dụng của các doanh nghiệp tư nhân ngoài bất động sản. Việc phân loại này mang tính chủ quan khá cao, và rất cần thông tin chi tiết của NHNN về tỷ lệ thành phần tín dụng nếu có thể.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng tỷ lệ nợ xấu cao nhất (50%) cho tín dụng bất động sản, tiếp đó là tín dụng cho các công ty lớn (20%), cho các công ty nhỏ và vừa (10%), và tín dụng cho cá nhân (5%). Trường hợp của Trung Quốc và Hàn Quốc cho thấy cho vay các tập đoàn lớn rủi ro hơn nhiều so với cho vay các công ty nhỏ và vừa và cho vay cá nhân. Điều này chủ yếu do mức độ phân tán rủi ro nhiều hơn cho nhiều khách hàng nhỏ.

Hình 23: Ước tính nợ xấu dựa trên phân loại bên vay

Tính đến cuối năm 2011	Tín dụng (nghìn tỷ đồng)	Giả định TL nợ xấu (%)	Nợ xấu (nghìn tỷ đồng)
Tín dụng bất động sản do Ủy ban GSTCQG điều chỉnh	348	50	174
Tín dụng điều chỉnh cho DNNN	780		
Tín dụng khác (ước tính)	372		
<b>Tổng tín dụng cho các doanh nghiệp lớn</b>	<b>1.170</b>	<b>20</b>	<b>234</b>
Tín dụng cho DN nhỏ và vừa	869	10	87
Tín dụng cá nhân	263	5	13
<b>Tổng tín dụng</b>	<b>2.633</b>	<b>19</b>	<b>508</b>

Nguồn: VCSC ước tính

## Ước tính nợ xấu dựa trên tổng dư nợ tín dụng

Phương pháp thứ ba dựa trên tỷ lệ tín dụng/GDP của các nước châu Á khác trước và sau cuộc khủng hoảng tài chính vào trường hợp của Việt Nam. Tỷ lệ tín dụng/GDP giảm trung bình 39,4% từ 1997 đến 2001. Điều này là do số vay nợ không cần thiết toàn nền kinh tế phải được xóa đi. Chúng tôi không tính cả Hàn Quốc vì bên cạnh tín dụng ngân hàng, Hàn Quốc còn có nhiều nguồn nợ khác trong nền kinh tế.

Tỷ lệ GDP/tín dụng của Việt Nam đạt đỉnh năm 2010 tại mức 125%; vì vậy, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ ổn định xung quanh mức 85%. Áp dụng con số này cho GDP năm 2011 là 2.535.000 tỷ đồng, chúng tôi được kết quả mức tín dụng có thể duy trì là 2.170.000 tỷ đồng, trong khi tín dụng thực tế của các ngân hàng là 2.632.000 tỷ đồng. Chênh lệch giữa hai con số là 462.000 tỷ đồng, hay 17,5% tín dụng.

Hình 24: Ước tính nợ xấu dựa trên tổng tín dụng

	Tín dụng/GDP 1997 (%)	Tín dụng/GDP 2001 (%)	Chênh lệch (điểm)
Philippines	56,5	37,5	18,9
Malaysia	158,4	129,1	29,3
Indonesia	60,8	20,3	40,6
Thái Lan	165,7	96,9	68,8
<b>Tỷ lệ tín dụng/GDP giảm trung bình</b>			<b>39,4</b>
Tỷ lệ tín dụng/GDP cao nhất của Việt Nam (2010) (%)			125,0
Tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam khấu trừ 39,4%			85,6
GDP 2011 (nghìn tỷ đồng)			2.535,0
Mức tín dụng ổn định (nghìn tỷ đồng)			2.170,1
Mức tín dụng thực tế (nghìn tỷ đồng)			2.632,0
Nợ xấu (nghìn tỷ đồng)			461,9
Tỷ lệ nợ xấu (%)			17,5

Nguồn: VCSC ước tính

## Chi phí để cải cách hệ thống ngân hàng

Ba phương pháp của chúng tôi cho kết quả giá trị nợ xấu trung bình là 470.000 tỷ đồng, hay 17,9% tổng dư nợ. Nếu giả định tỷ lệ thu hồi nợ xấu là mức thông thường 30% thì chi phí để cải cách hệ thống ngân hàng Việt Nam là 328.000 tỷ đồng, hay 15 tỷ USD. Con số này lên tới 12% GDP; tuy nhiên, theo đánh giá một cách tuyệt đối thì vẫn có thể kiểm soát được, nhất là khi được nước ngoài hoặc ngân hàng nước ngoài tham gia hỗ trợ.



## Các phương pháp giải quyết vấn đề nợ xấu

Sau khi đưa ra ước tính tương đối quy mô nợ xấu, chúng tôi xem xét những phương án giải quyết khả thi. Chúng tôi cho rằng cần nhanh chóng đưa ra những biện pháp mạnh mẽ hơn.

### Phương pháp 1: Để các ngân hàng tự giải quyết

Thường thì đây là lựa chọn của hầu hết các nước khi hệ thống ngân hàng gặp khó khăn. Điều này là do phương pháp này dường như ít đòi hỏi nỗ lực nhất. Các ngân hàng mỗi năm trích lập dự phòng tùy theo khả năng của mình, mặt khác vẫn báo cáo một khoản lợi nhuận nhỏ. Nói cách khác, các ngân hàng tự tìm cách thoát khỏi khó khăn. Dù về mặt lý thuyết điều này khá dễ dàng, vấn đề nằm ở chỗ có thể phải tích lũy lợi nhuận trong nhiều năm mới có thể đạt được điều này, và trong thời gian này các ngân hàng không thể hoàn thành vai trò của mình là cung cấp thêm tín dụng cho nền kinh tế. Trong thời gian này, tăng trưởng kinh tế yếu, khiến nợ xấu càng tăng cao. Hơn nữa, phương pháp này chưa bao giờ mang lại kết quả, ngay cả tại các nước giàu như Nhật Bản.

### Phương pháp 2: Thành lập công ty quản lý nợ và mua lại nợ xấu theo giá trị sổ sách

Đây là phương pháp mà Trung Quốc đã áp dụng để xử lý vấn đề nợ xấu. Nước này đã thành lập bốn công ty quản lý nợ, thuộc sở hữu của Bộ Tài chính, nhằm mua lại nợ xấu tại giá trị sổ sách từ các ngân hàng nhà nước. Các công ty quản lý nợ đã mua lại 19% tổng dư nợ tín dụng, sau đó cố gắng thu hồi tiền từ các khoản nợ này, và cuối cùng thu về được 24% mệnh giá nợ xấu mà các công ty này được phép xử lý. Phần lỗ do chính phủ chịu. Tuy nhiên, phương pháp xử lý nợ xấu này chỉ có tác dụng khi bên vay là các DNNN còn ngân hàng hoàn toàn thuộc sở hữu nhà nước nên khó có thể áp dụng vào Việt Nam, nơi nhiều khoản nợ xấu là do các doanh nghiệp tư nhân vay từ các ngân hàng tư nhân. Ngoài ra, chi phí hoàn toàn do Chính phủ chịu, vì vậy sẽ càng gia tăng gánh nặng nợ nần của Chính phủ.

### Phương pháp 3: Thành lập công ty quản lý nợ để mua lại nợ xấu theo giá thị trường

Phương pháp này đòi hỏi khu vực nhà nước và tư nhân cùng chia sẻ gánh nặng. Chính phủ thành lập một công ty quản lý nợ - AMC (hoặc dùng một công ty sẵn có do Bộ Tài chính quản lý) và mua lại nợ xấu từ ngân hàng. Chính phủ có thể trả mức giá thị trường của nợ xấu (tức 20%-30% mệnh giá) bằng tiền mặt hoặc với giá cao hơn, bằng trái phiếu kỳ hạn 10 năm lãi suất coupon 2% do AMC phát hành. Giá trị hiện tại thuần của trái phiếu này bằng khoảng 55% mệnh giá. Điều này có nghĩa là AMC sẽ mua lại nợ xấu tại mệnh giá trái phiếu, các ngân hàng chịu 45% khoản lỗ thông qua trái phiếu và AMC chịu 35%. Hoặc cũng có thể sử dụng trái phiếu để mua nợ xấu tại mức 60% mệnh giá, theo đó ngân hàng lỗ ngay lập tức 40%, mất thêm 27% mệnh giá do nắm giữ trái phiếu trong vòng 10 năm ( $0,45 \times 60\%$ ) và để công ty quản lý nợ thu hồi 33% mệnh giá về điểm hòa vốn. Phương pháp này khó khăn ở chỗ chính ngân hàng phải thừa nhận nợ xấu, và sau đó bán lại nợ xấu cho công ty quản lý nợ.

### Phương pháp 4: Bài học Hàn Quốc

Phương pháp này phù hợp hơn với việc giải quyết những vấn đề các ngân hàng Việt Nam hiện gặp phải, nhưng đòi hỏi phải quyết tâm hơn nữa trong việc thực hiện. Về cơ bản, phương pháp này đi theo chiến lược của Hàn Quốc sau khi nước này rơi vào khủng hoảng. Quá trình thực hiện khá đơn giản.

- Giao cho Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia nhiệm vụ giám sát việc thực hiện.
- Tất cả các ngân hàng Việt Nam phải áp dụng tiêu chuẩn phân loại nợ thật nghiêm ngặt. Nếu không nắm được quy mô thực tế của nợ xấu, chúng ta không thể giải quyết được. Khoản vay của cùng một người đi vay cần phải được tất cả các ngân hàng phân loại như nhau.

- Cần áp dụng các tiêu chuẩn nghiêm ngặt trong việc trích lập dự phòng và các ngân hàng phải trích lập đầy đủ cho tất cả các khoản nợ xấu.
- Các ngân hàng sau đó phải huy động thêm vốn để đáp ứng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu. Chỉ các ngân hàng thực hiện được điều này mới tồn tại được.
- Các ngân hàng bị giảm vốn chủ sở hữu ở mức độ trung bình có thể tự huy động thêm vốn dưới dạng chứng khoán, cổ phiếu chuyển đổi ưu tiên từ Chính phủ; hoặc thậm chí vốn nước ngoài.
- Các ngân hàng còn lại, với giá trị sổ sách rất thấp hoặc âm, sẽ được Chính phủ quốc hữu hóa, tái cấp vốn, và sau đó sáp nhập vào các ngân hàng còn tồn tại để hợp nhất ngành ngân hàng hoặc bán lại cho các ngân hàng nước ngoài.
- Sau khi đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ xấu và được tái cấp vốn, tất cả các ngân hàng sẽ bán lại nợ xấu theo giá thị trường cho công ty quản lý nợ. Sau đó, công ty này hợp nhất nợ xấu theo từng khách hàng và cố gắng thu hồi lại vốn đầu tư bằng cách bán nợ trở lại cho khách hàng, chuyển đổi nợ thành vốn chủ sở hữu, hoặc bán tài sản thế chấp.
- Song song với các hoạt động trên, Việt Nam cũng cần gấp rút cải cách DNNN, vì một số công ty vay vốn nhiều nhất tại Việt Nam thuộc khu vực doanh nghiệp này.

### **Phương pháp 5: Khủng hoảng tài chính**

Dù bất cứ cuộc khủng hoảng nào đều đem lại những khó khăn nhất định, nên nhớ rằng nó sẽ không bao giờ kéo dài nếu chính phủ hành động kịp thời để xử lý vấn đề. Ngay cả cuộc khủng hoảng tài chính của Mỹ năm 2007-2009 chỉ kéo dài 2 năm. Nếu Thái Lan, Hàn Quốc và Indonesia không rơi vào khủng hoảng thì các nước này chắc hẳn đã không kiên quyết cải cách hệ thống ngân hàng. Phương pháp 5 chỉ là tác nhân khiến chúng ta phải áp dụng Phương pháp 4.

### **Khó khăn nhưng chưa phải là bế tắc**

Chúng tôi đi đến kết luận Việt Nam có thể giải quyết những vấn đề của hệ thống ngân hàng, và tổng chi phí không phải là ngoài khả năng nếu quyết tâm hành động ngay từ bây giờ. Vì nền kinh tế toàn cầu có tín hiệu đang đi lên, nhờ đầu tàu Mỹ và Trung Quốc, xuất khẩu của Việt Nam có thể cải thiện sẽ góp phần giảm bớt khó khăn của nền kinh tế trong nước. Các nhà đầu tư nước ngoài cũng sẽ phản ứng tích cực trước bất kỳ động thái nào nhằm cải cách các ngân hàng và DNNN; đây chính là điều chúng tôi kỳ vọng. Nói cách khác, khó khăn hiện tại của Việt Nam hoàn toàn có thể vượt qua được.



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Robert Zielinski và Phạm Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15  
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145  
[robert.zielinski@vcsc.com.vn](mailto:robert.zielinski@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng cao cấp**, Vũ Thanh Tú, ext 105

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.