

KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ PHÁT CÂN BẰNG THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ BÀI HỌC RÚT RA CHO VIỆT NAM

NGUYỄN VĂN THẾ¹ - ĐỖ THỊ VUI¹

¹Phòng Quản lý đào tạo, Học viện Tài chính, Phân hiệu Hưng Yên
Department of Academic Affairs, Academy of Finance - Hung Yen Campus

Ngày nhận bài: 3/6/2026

Ngày sửa bài: 19/6/2026

Ngày duyệt đăng bài: 4/7/2026

Tóm tắt:

Bài viết phân tích kinh nghiệm phát thị trường tài chính (TTTC) của 4 quốc gia châu Á gồm: Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore và Thái Lan, tập trung vào quá trình chuyển dịch cơ cấu từ hệ thống tài chính dựa chủ yếu vào tín dụng ngân hàng sang mô hình cân bằng hơn giữa thị trường tiền tệ - ngân hàng và thị trường vốn. Trên cơ sở đó, bài viết rút ra một số bài học có giá trị tham chiếu cho Việt Nam trong bối cảnh yêu cầu cải cách tổng thể TTTC gắn với mục tiêu tăng trưởng cao, liên tục đến năm 2045.

Từ khóa: phát cân bằng, thị trường tài chính, Việt Nam, thị trường tiền tệ, ngân hàng, thị trường vốn.

International experience in balanced financial market development and lessons for Vietnam

Abstract:

This study examines financial market development in Japan, South Korea, Singapore, and Thailand, focusing on their transition from predominantly bank-based systems toward a more balanced structure between banking and capital markets. Using qualitative comparative analysis and secondary data from international and national financial institutions, the study identifies important lessons for Vietnam's financial reform through 2045. These include reducing excessive dependence on bank credit, strengthening capital markets, improving listed-company governance, developing institutional investors, consolidating risk-based financial supervision, expanding benchmark bond markets, and supporting financial innovation. The findings emphasize that balanced development requires coordinated institutional reform, transparent market infrastructure, effective risk management, and a clear long-term roadmap for mobilizing medium- and long-term capital.

Keywords: balanced development, financial markets, Vietnam, money market, banking, capital markets.

1. Đặt vấn đề

TTTC đóng vai trò then chốt trong việc huy động và phân bổ hiệu quả các nguồn lực cho phát triển kinh tế. Một hệ thống tài chính phát triển cân bằng, bao gồm cả kênh tín dụng ngân hàng và kênh thị trường vốn, được xem là điều kiện cần thiết để duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững trong dài hạn. Tuy nhiên, nhiều nền kinh tế đang phát triển tại châu Á, trong đó có Việt Nam, vẫn phụ thuộc quá mức vào tín dụng ngân hàng trong khi thị trường vốn còn kém phát triển, dẫn đến rủi ro tập trung cao và hạn chế khả năng huy động vốn trung và dài hạn.

Bối cảnh hiện nay đặt ra yêu cầu cấp thiết phải cải cách cơ cấu TTTC Việt Nam khi tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam đang neo ở mức cao, tiềm ẩn rủi ro hệ thống, trong khi thị trường vốn tuy tăng trưởng nhanh nhưng chưa phát huy đầy đủ vai trò là kênh huy động vốn trung và dài hạn. Vốn hóa thị trường chứng khoán đạt khoảng 77,6% GDP cuối năm 2025 (Trần Hương, 2026), tuy nhiên quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp và cơ sở nhà đầu tư tổ chức còn hạn chế so với các nước trong khu vực.

2. Cơ sở lý luận và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý luận

Thị trường tài chính (TTTC) đóng vai trò cốt yếu trong việc huy động vốn và quản trị rủi ro cho nền kinh tế. Levine (1997) khẳng định hệ thống tài chính phát triển thúc đẩy tăng trưởng bằng cách giảm chi phí giao dịch và bất cân xứng thông tin, trong đó ngân hàng và thị trường vốn mang tính bổ trợ lẫn nhau.

Về cấu trúc, mô hình dựa vào ngân hàng thường ưu thế trong giai đoạn đầu công nghiệp hóa, trong khi mô hình dựa vào thị trường vốn hiệu quả hơn cho các nền kinh tế phát triển đòi hỏi đổi mới sáng tạo.

Tuy nhiên, Allen & Gale (2000) chỉ ra, thực tế các hệ thống phát triển là sự kết hợp linh hoạt của cả hai, đòi hỏi sự hoàn thiện đồng bộ về thể chế và hạ tầng. Ngược lại, một hệ thống thiếu cân bằng, phụ thuộc quá mức vào ngân hàng, sẽ đối mặt với rủi ro tập trung, chênh lệch kỳ hạn và dễ tổn thương trước các cú sốc tài chính như cuộc khủng hoảng năm 1997.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính thông qua cách tiếp cận phân tích so sánh và nghiên cứu tình huống tại bốn quốc gia tiêu biểu là Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore và Thái Lan. Tác giả thực hiện tổng hợp và phân tích dữ liệu thứ cấp từ các nguồn tài liệu uy tín quốc tế như IMF, World Bank, ADB và báo cáo thường niên của các cơ quan quản lý tài chính quốc gia. Bằng việc đối chiếu các mô hình cấu trúc tài chính và lộ trình cải cách quốc tế, nghiên cứu sử dụng phương pháp diễn dịch để rút ra các bài học kinh nghiệm thực tiễn, từ đó đề xuất các định hướng chính sách nhằm phát triển cân bằng thị trường tài chính tại Việt Nam trong giai đoạn tới.

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường tài chính

3.1.1. Nhật Bản: Bài học từ quá trình tái cấu trúc dài hạn

Với hệ thống tài chính lớn thứ ba thế giới và tài sản ngân hàng đạt 9.900 tỷ USD vào năm 2024 (Bank of Japan, 2024). Nhật Bản từng thành công trong giai đoạn 1945-1973 nhờ mô hình phân bổ tín dụng có định hướng, giúp GDP tăng trưởng trên 9%/năm. Tuy nhiên, sự tự do hóa thiếu đồng bộ giai đoạn 1985-1997 đã dẫn đến bong bóng tài sản, khiến nợ xấu đạt đỉnh 8% tổng dư nợ (~43 nghìn tỷ yên) vào năm 2002.

Để khắc phục, Nhật Bản đã thành lập Cơ quan Dịch vụ Tài chính (FSA) độc lập năm 2000 và thực hiện các chương trình tự do hóa rào cản giữa ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. Đặc biệt, cải cách quản trị doanh nghiệp (2013-2024) đã nâng mức sinh lời ROE từ 4% lên gần 9% (Financial Services Agency Japan, 2024).

3.1.2. Hàn Quốc: Tái cơ cấu quyết liệt sau khủng hoảng và chiến lược nâng giá trị thị trường

Sau khủng hoảng 1997, Hàn Quốc đã chuyển đổi mạnh mẽ từ mô hình tài chính định hướng nhà nước sang mô hình cân bằng. Trước đó, việc tập trung tín dụng vào các Chaebol đã đẩy nợ xấu vượt 17%, buộc quốc gia này phải nhận gói cứu trợ 58 tỷ USD (International Monetary Fund, 2001).

Giai đoạn 1997-2003, Hàn Quốc đã tái cấu trúc quyết liệt: đóng cửa/sáp nhập 787 tổ chức tài chính, xử lý 111 nghìn tỷ Won nợ xấu qua KAMCO và thành lập FSC/FSS để thống nhất giám sát. Chiến lược phát triển thị trường vốn giúp tổng tài sản lưu ký tại KSD vượt 10 triệu tỷ Won vào năm 2024 (Bank of Korea, 2024).

Hiện nay, chương trình "Corporate Value-up" (2024-2026) đang được triển khai để xóa bỏ "Korea Discount" thông qua cải thiện quản trị và quyền cổ đông (Financial Services Commission Korea, 2024). Với đà tăng trưởng của ngành bán dẫn, chỉ số KOSPI được dự báo có thể đạt 9.000 điểm vào năm 2026 (Goldman Sachs, 2026).

3.1.3. Singapore: Mô hình trung tâm tài chính quốc tế dựa trên thể chế và giám sát chất lượng cao

Singapore đã xây dựng thành công trung tâm tài chính quốc tế có quy mô vượt trội nền kinh tế nội địa, với tài sản hệ thống ngân hàng năm 2024 đạt 512% GDP và chiếm 11,8% giao dịch ngoại hối toàn cầu. Theo International Monetary Fund (2019), đây hiện là trung tâm giao dịch ngoại hối lớn thứ ba thế giới.

Sự thành công này dựa trên vai trò của Cơ quan Tiền tệ Singapore (MAS) trong việc kết hợp tự do hóa tài chính với "giám sát dựa trên rủi ro" và tiên phong áp dụng "sandbox pháp lý" cho Fintech (Monetary Authority of Singapore, 2025). Ngoài ra, thị trường vốn Singapore phát triển mạnh về quỹ REIT với vốn hóa khoảng 100 tỷ SGD, trong đó hơn 90% quỹ sở hữu tài sản nước ngoài, giúp quốc gia này trở thành trung tâm quản lý tài sản bất động sản toàn cầu (Singapore Business Review, 2024).

3.1.4. Thái Lan: Xây dựng chiều sâu thị trường tiền tệ và liên kết với thị trường vốn

Thái Lan thành công trong việc dùng trái phiếu chính phủ làm trụ cột kết nối thị trường tiền tệ và thị trường vốn thông qua khuôn khổ lạm phát mục tiêu và thị trường repo. Đến cuối năm 2024, dư nợ trái phiếu nội tệ đạt 17.400 tỷ Baht (tương đương 94% GDP), trong đó trái phiếu Chính phủ và Ngân hàng Trung ương (BOT) chiếm 70% (Asian Development Bank, 2024).

Hệ thống này đã tạo ra đường cong lợi suất tham chiếu chuẩn cho toàn bộ thị trường. Tuy nhiên, sự phát triển nóng của trái phiếu doanh nghiệp (22% GDP) cũng bộc lộ rủi ro khi năm 2025 ghi nhận giá trị vỡ nợ 8,32 tỷ Baht, đặt ra yêu cầu cấp thiết về việc tăng cường giám sát và xếp hạng tín nhiệm (Bank of Thailand, 2024).

3.2. Bài học rút ra cho Việt Nam

Từ kinh nghiệm của 4 quốc gia phân tích, có thể rút ra một số bài học có giá trị tham chiếu cho quá trình cải cách TTTC Việt Nam, đặt trong bối cảnh Việt Nam cần tiến hành cải cách tổng thể TTTC giai đoạn 2026-2045.

Thứ nhất, phát triển cân bằng giữa thị trường tiền tệ - ngân hàng và thị trường vốn là yêu cầu chiến lược. Kinh nghiệm của Nhật Bản, Hàn Quốc và Thái Lan đều cho thấy hệ thống tài chính phụ thuộc quá mức vào tín dụng ngân hàng tiềm ẩn rủi ro hệ thống cao, đặc biệt khi nền kinh tế hội nhập sâu vào dòng vốn quốc tế. Việt Nam đang ở giai đoạn cần chuyển dịch theo hướng này: tỷ lệ tín dụng/GDP cao, trong khi thị trường vốn dù tăng trưởng nhanh vẫn chưa đảm nhiệm đầy đủ vai trò huy động vốn trung và dài hạn. Mục tiêu của cải cách TTTC là đến năm 2030 toàn bộ vốn huy động trung và dài hạn được thực hiện qua thị trường vốn là định hướng đúng, song cần có lộ trình cụ thể và điều kiện đủ để khả thi.

Thứ hai, cải cách quản trị doanh nghiệp niêm yết là tiền đề để thị trường vốn phát huy hiệu quả. Kinh nghiệm của Nhật Bản (cải cách ROE) và Hàn Quốc (Corporate Value-up Program) cho thấy, thị trường

chứng khoán chỉ có thể thu hút dòng vốn dài hạn, đặc biệt từ nhà đầu tư tổ chức quốc tế, khi các doanh nghiệp niêm yết cải thiện đáng kể chất lượng quản trị, minh bạch thông tin và hiệu quả sử dụng vốn. Việt Nam cần xem xét xây dựng các cơ chế khuyến khích và yêu cầu cụ thể về quản trị doanh nghiệp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp lớn có ảnh hưởng đến chỉ số thị trường.

Thứ ba, phát triển nhà đầu tư tổ chức là điều kiện cần cho sự ổn định và chiều sâu của thị trường vốn. Kinh nghiệm của Nhật Bản (GPIF), Hàn Quốc (NPS) và Thái Lan (GPF) cho thấy các quỹ hưu trí, quỹ đầu tư và công ty bảo hiểm với nguồn vốn dài hạn đóng vai trò ổn định thị trường trong các giai đoạn biến động, đồng thời tạo lực cầu bền vững cho trái phiếu và cổ phiếu. Việt Nam hiện có tỷ trọng nhà đầu tư tổ chức còn thấp, thiếu vắng các quỹ hưu trí tư nhân quy mô lớn. Mục tiêu nâng tỷ trọng tài khoản giao dịch nhà đầu tư tổ chức lên 2% vào năm 2030 cần được gắn với chính sách phát triển quỹ hưu trí bổ sung và quỹ đầu tư chứng khoán cụ thể.

Thứ tư, thị trường trái phiếu chính phủ có chiều sâu là nền tảng của hệ thống tài chính. Kinh nghiệm của Thái Lan và Singapore cho thấy một thị trường trái phiếu chính phủ phát triển đầy đủ là điều kiện để hình thành đường cong lợi suất tham chiếu, phát triển thị trường repo và nâng cao hiệu quả truyền dẫn chính sách tiền tệ. Việt Nam đã có nền tảng tốt với thị trường trái phiếu chính phủ được Ngân hàng Thế giới đánh giá đạt chuẩn cao về khung pháp lý. Nhiệm vụ tiếp theo là tăng thanh khoản thị trường thứ cấp, mở rộng cơ sở nhà đầu tư và phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp song hành với hệ thống xếp hạng tín nhiệm đủ mạnh.

Thứ năm, cải cách thể chế giám sát cần đi trước và đồng bộ với quá trình tự do hóa tài chính. Bài học của Nhật Bản trong giai đoạn 1985-1997 và Hàn Quốc trước khủng hoảng 1997 cho thấy tự do hóa tài chính nếu vượt trước năng lực giám sát sẽ tạo ra rủi ro tích tụ ngầm và bùng phát thành khủng hoảng hệ thống. Trong bối cảnh Việt Nam đang đẩy mạnh mở cửa TTTC và tăng mức độ hội nhập quốc tế sau khi được FTSE Russell nâng hạng, việc hoàn thiện khuôn khổ giám sát liên thông giữa ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm, tăng cường giám sát an toàn vĩ mô và xây dựng cơ chế phối hợp giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước là những ưu tiên không thể trì hoãn.

Thứ sáu, phát triển hạ tầng thị trường và ứng dụng công nghệ là yếu tố quyết định năng lực cạnh tranh. Singapore với mô hình Regulatory Sandbox và Hàn Quốc với hệ thống lưu ký chứng khoán điện tử hiện đại cho thấy hạ tầng công nghệ của TTTC là điều kiện để thu hút dòng vốn quốc tế. Việt Nam cần đẩy nhanh hoàn thiện hệ thống giao dịch, đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán; xây dựng cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) theo lộ trình đề ra vào năm 2027.

4. Kết luận

Kinh nghiệm của Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore và Thái Lan cho thấy, không có một mô hình phát TTTC duy nhất phù hợp với mọi bối cảnh. Mỗi quốc gia đã xây dựng lộ trình riêng phù hợp với điều kiện lịch sử, trình độ phát triển và mục tiêu chiến lược. Tuy nhiên, một số nguyên tắc chung có thể nhận thấy qua nghiên cứu so sánh: tự do hóa tài chính phải đi kèm với hoàn thiện giám sát; cân bằng giữa kênh ngân hàng và kênh thị trường vốn là xu hướng tất yếu của các nền kinh tế phát triển; nhà đầu tư tổ chức dài hạn là trụ cột ổn định thị trường; và thị trường trái phiếu chính phủ có chiều sâu là nền móng của hệ thống tài chính hiện đại.

Đối với Việt Nam, quá trình cải cách tổng thể TTTC cần được xem như một chương trình cải cách thể chế toàn diện và dài hạn, không chỉ là tập hợp các biện pháp kỹ thuật đơn lẻ. Sự thành công của lộ trình này phụ thuộc vào quyết tâm chính trị trong việc xử lý các điểm nghẽn cơ cấu, đặc biệt là nợ xấu, sở hữu chéo và chất lượng quản trị doanh nghiệp, đồng thời xây dựng các điều kiện nền tảng về thể chế, hạ tầng và nguồn nhân lực để TTTC thực sự đóng vai trò động lực cho mục tiêu tăng trưởng cao và bền vững đến năm 2045 ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Trần Hương (2026). Thị trường chứng khoán: Cơ hội bứt phá hay phép thử về chất lượng tăng trưởng? Thời báo Ngân hàng, <https://thoibaonganhang.vn/thi-truong-chung-khoan-co-hoi-but-pha-hay-phep-thu-ve-chat-luong-tang-truong-179480.html>
- Allen, F., & Gale, D. (2000). Comparing financial systems. MIT Press, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp702.pdf>
- Asian Development Bank. (2024). Asian Bonds Online: Thailand market summary. Asian Development Bank, <https://asianbondsonline.adb.org/thailand/market-summary/>
- Bank of Japan. (2024). Financial system report. Bank of Japan, <https://www.boj.or.jp/en/research/brp/fsr/fsr241024.htm>
- Bank of Korea. (2024). Financial stability report. Bank of Korea, <https://www.bok.or.kr/eng/bbs/E0000737/d?nttId=10090065&searchCnd=1&searchKwd=&depth2=400065&depth3=400219&depth=400219&pageUnit=10&pageIndex=1&programType=newsDataEng&menuNo=400219&oldMenuNo=400219>
- Bank of Thailand. (2024). Financial stability report 2024. Bank of Thailand, <https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/en/research-and-publications/reports/financial-stability-report/FSR2024e.pdf>
- Financial Services Agency. (2024). Annual report. Financial Services Agency, <https://www.fsa.go.jp/sesc/english/reports/re2024.pdf>
- Financial Services Commission. (2024). Capital market policy report. Financial Services Commission.
- FTSE Russell. (2025). FTSE Russell equity country classification announcement. FTSE Russell, https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/country-classification/ftse-country-classification-update-2025.pdf
- Goldman Sachs. (2026). Korea's stock market is forecast to set fresh highs. Goldman Sachs, <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/koreas-stock-market-is-forecast-to-set-fresh-highs>
- International Monetary Fund - IMF (2001). Republic of Korea: Selected issues. International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2001/cr01101.pdf>
- International Monetary Fund - IMF (2019). Singapore: Financial system stability assessment. International Monetary Fund, <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2019/07/15/singapore-financial-system-stability-assessment-47108>
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. Journal of Economic Literature, 35(2), 688-726. <https://www.jstor.org/stable/2729790>
- Monetary Authority of Singapore. (2025). Financial stability review. Monetary Authority of Singapore, <https://www.mas.gov.sg/publications/financial-stability-review/2025/financial-stability-review-2025>
- Singapore Business Review. (2024). COTD: Over 90% of Singapore REITs invest overseas. Singapore Business Review, <https://sbr.com.sg/markets-investing/news/cotd-over-90-singapore-reits-invest-overseas>
- World Bank. (2024). Global financial development report. World Bank, https://upload.iff.org.cn/uploads/report/2024/24_REPORT_FINANCE_DEVELOPMENT.pdf