



PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM TRONG NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG HIỆN ĐẠI VÀ HỘI NHẬP

TS. HOÀNG XUÂN HÒA, TS. NGUYỄN QUANG HUY - Ban Kinh tế Trung ương *

Sau hơn 30 năm thực hiện đổi mới và cải cách, thị trường vốn Việt Nam (thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng ngân hàng và thị trường bảo hiểm) đã có những thành tựu đáng kể, đóng góp tích cực cho quá trình đổi mới và phát triển kinh tế. Tuy nhiên, bên cạnh những thành tựu đạt được, trong quá trình phát triển thị trường vốn còn bộc lộ một số hạn chế, khiến cho thị trường này phát triển chưa bền vững và chưa phát huy được hết vai trò là kênh dẫn vốn của nền kinh tế... Làm thế nào để phát triển thị trường vốn Việt Nam trong bối cảnh hội nhập là vấn đề đặt ra trong bài viết.

Từ khóa: Thị trường vốn, thị trường chứng khoán, tín dụng ngân hàng, thị trường bảo hiểm

After more than 30 years of reform and renovation, the capital market of Vietnam (stock market, banking credit market and insurance market) has obtained significant achievements and greatly contributed to the process of national reform and renovation. However, there have been also limitations causing the market less sustainable and effective as the role of a capital channel, etc. The paper examines the solutions for the capital market of Vietnam in the context of integration.

Keywords: Capital market, stock market, banking credit market, insurance market

Ngày nhận bài: 02/01/2018

Ngày hoàn thiện biên tập: 22/01/2018

Ngày duyệt đăng: 24/01/2018

Thực trạng phát triển thị trường vốn Việt Nam

Sau hơn 30 năm thực hiện đổi mới và cải cách (1986-2017), thị trường vốn Việt Nam (thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng ngân hàng và thị trường bảo hiểm) đã có những thành tựu đáng kể, đóng góp tích cực cho quá trình đổi mới và phát triển kinh tế. Cụ thể:

Một là, đã đáp ứng nhu cầu vốn chủ yếu cho nền kinh tế trong thời gian qua. Nếu như năm 2000, hầu hết vốn của các doanh nghiệp (DN) được vay từ hệ

thống ngân hàng với dư nợ tín dụng là 40% GDP, giá trị vốn hóa của thị trường cổ phiếu là 0,28% GDP, thì đến năm 2017, dư nợ tín dụng đã trên 130% so với GDP và giá trị vốn hóa của thị trường cổ phiếu là trên 70% GDP. Bên cạnh đó, tổng dư nợ toàn thị trường trái phiếu năm 2017 đã đạt 37,45% GDP, trong đó dư nợ trái phiếu chính phủ đạt 27,4% GDP.

Hai là, số lượng và loại hình của các tổ chức tham gia thị trường ngày càng tăng, vừa đảm bảo đa dạng hóa đầu tư, vừa đáp ứng nhu cầu vốn ngày càng lớn của nền kinh tế.

- Thị trường tín dụng ngân hàng: Các ngân hàng thương mại (NHTM) Việt Nam đã có sự phát triển đa dạng cả về số lượng và hình thức sở hữu. Những năm 1990-1991, hệ thống ngân hàng chỉ có 4 NHTM nhà nước, 4 NHTM cổ phần và một số ít hợp tác xã tín dụng, chưa có chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng nước ngoài. Đến năm 2017, hệ thống NHTM nước ta đã phát triển mạnh mẽ với 4 NHTM nhà nước, 31 NHTM cổ phần, đặc biệt đã có 8 ngân hàng 100% vốn nước ngoài. Chất lượng của các NHTM cũng được củng cố qua triển khai thực hiện Đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng (TCTD) giai đoạn 2011-2015” và Đề án “Cơ cấu lại hệ thống các TCTD gắn với xử lý nợ xấu giai đoạn 2016-2020”.

- Thị trường chứng khoán (TTCK): Hệ thống các tổ chức kinh doanh, dịch vụ chứng khoán đã có bước phát triển nhanh cả về số lượng, quy mô vốn, nghiệp vụ và công nghệ. Khi thị trường mới đi vào hoạt động năm 2000, chỉ có 7 công ty chứng khoán và chưa có công ty quản lý quỹ đến năm 2017, toàn thị trường có khoảng 76 công ty chứng khoán tích cực tham gia thị trường và 46 công ty quản lý quỹ, với tổng số vốn điều lệ là 3.785 tỷ đồng.

*Email: hoangxuanhoa@gmail.com



Bên cạnh đó, thị trường UPCOM (Thị trường giao dịch chứng khoán các công ty đại chúng chưa niêm yết), thay thế cho thị trường OTC (Thị trường phi tập trung) cũng đã được thành lập với những kết quả tích cực. Theo đó, cổ phiếu được lưu ký tập trung ở trung tâm lưu ký, nghĩa là công ty không còn phải cập nhật sổ đăng ký cổ đông trước khi niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội hoặc TP. Hồ Chí Minh. Cùng với đó, thị trường chứng khoán phái sinh (TTCKPS) đã đi vào hoạt động, tạo điều kiện thuận lợi cho các DN lẫn nhà đầu tư và thể hiện những thay đổi tích cực từ phía cơ quan quản lý.

- Thị trường bảo hiểm (TTBH): Quy mô TTBH tăng nhanh và đạt khoảng 2% GDP. Trong giai đoạn 2012-2016, doanh thu phí bảo hiểm đã tăng gấp hơn 2 lần từ 41.246 tỷ đồng năm 2012 lên 86.049 tỷ đồng năm 2016, năm 2017 đạt 105.611 tỷ đồng. Tổng tài sản toàn TTBH đến hết năm 2017 ước đạt 302.935 tỷ đồng (tăng 23,44% so với năm 2016), tổng số tiền đầu tư trở lại nền kinh tế ước đạt 247.801 tỷ đồng, tăng 26,74% so với năm 2016, tổng doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường ước đạt 105.611 tỷ đồng, tăng 21,20% so với năm 2016, số tiền chi trả quyền lợi bảo hiểm ước đạt 29.423 tỷ đồng. Bên cạnh đó, số lượng doanh nghiệp bảo hiểm (DNBH) cũng tăng nhanh, quy mô và chất lượng DN được cải thiện. Đến hết năm 2017, toàn TTBH có 63 DNBH (trong đó 29 DNBH phi nhân thọ, 18 DNBH nhân thọ, 14 DN môi giới bảo hiểm và 2 DN tái bảo hiểm) và 1 chi nhánh DNBH phi nhân thọ nước ngoài.

Ba là, nguồn cung hàng hóa được mở rộng: Trên thị trường tín dụng - ngân hàng, cùng với quá trình đổi mới và hội nhập, dưới sức ép cạnh tranh từ sự xuất hiện của các ngân hàng nước ngoài, các NHTM trong nước đã buộc phải cải thiện, đa dạng hóa các sản phẩm và phát triển dịch vụ ngân hàng mới giúp nâng cao tiện ích cho khách hàng (như: Tăng tiện ích của tài khoản cá nhân, phát triển dịch vụ thẻ, phát triển các dịch vụ ngân hàng hiện đại như phone banking, internet banking...). Trên TTCK, số lượng DN niêm yết tăng từ 2 DN (năm 2000, khi TTCK Việt Nam bắt đầu giao dịch) lên gần 700 DN. Ngoài những sản phẩm chứng khoán truyền thống là cổ phiếu, trái phiếu, khung khổ pháp lý về chứng khoán phái sinh đã được xây dựng từ năm 2015 và thị trường phái sinh này đã chính thức đi vào hoạt động từ ngày 10/8/2017, với sản phẩm cơ bản đầu tiên là hợp đồng tương lai.

Trên TTBH, sản phẩm bảo hiểm hưu trí tự nguyện được hình thành và phát triển từ năm 2013. Đến nay, đã có 6 DN nhân thọ triển khai nghiệp vụ bảo hiểm hưu trí là Manulife, AIA, Dai-ichi, Sun Life, Bảo Việt Nhân thọ và Prudential. Kết quả khai

thác trong năm 2016 ước đạt 6.948 hợp đồng (chiếm 0,4% số hợp đồng khai thác mới).

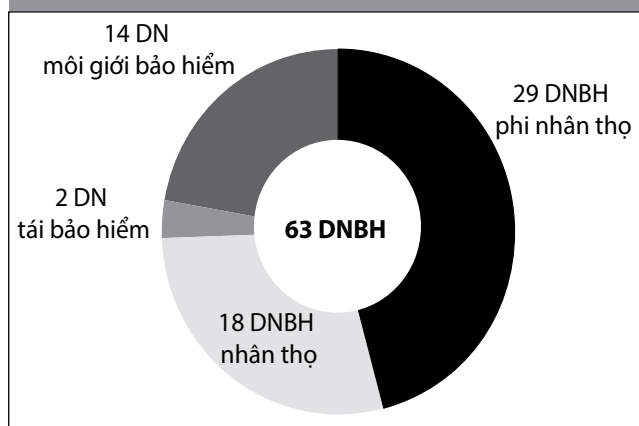
Bốn là, khung pháp lý về thanh tra, giám sát ngày càng hoàn thiện và phù hợp với thông lệ quốc tế: Giám sát ngân hàng đã chuyển từ mô hình giám sát tại chỗ sang giám sát từ xa (theo dự án xây dựng hệ thống thông tin hỗ trợ hoạt động giám sát từ xa năm 2010), gắn chặt hơn giám sát từ xa với thanh tra trực tiếp để đảm bảo giám sát thường xuyên, liên tục đối với các TCTD. Hoạt động, giám sát không chỉ dừng ở giám sát tuân thủ mà đã bước đầu chuyển sang xây dựng hệ thống giám sát mang tính cảnh báo rủi ro cho hoạt động của từng ngân hàng cũng như toàn hệ thống (áp dụng các tiêu chuẩn CAMELS, Basel). Bên cạnh đó, việc ban hành và thường xuyên cập nhật các quy định về giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của TCTD cũng đã giúp ngành Ngân hàng phát triển ổn định.

Trên TTCK, cơ chế giám sát được thực hiện theo hai cấp, có sự phân công và phối hợp giữa cấp giám sát của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và cấp giám sát của các Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK), Trung tâm lưu ký chứng khoán nhằm nâng cao năng lực và hiệu quả của giám sát. Trên TTBH, các quy định về hoạt động quản lý, giám sát thị trường từng bước được thống nhất, góp phần hỗ trợ thị trường và đảm bảo quyền lợi cho người tham gia bảo hiểm.

Bên cạnh những thành tựu đã đạt được, trong quá trình phát triển thị trường vốn còn bộc lộ một số hạn chế, khiến thị trường phát triển chưa bền vững và chưa phát huy được hết vai trò là kênh dẫn vốn của nền kinh tế. Cụ thể như:

- Thị trường vốn vẫn phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng: Thị trường tín dụng ngân hàng vẫn là kênh huy động vốn chủ yếu của nền kinh tế (So với các nước khác trong khu vực, dư nợ tín dụng của các NHTM Việt Nam cao hơn, kèm theo rủi ro cũng cao hơn. Điều này đến từ 2 nguyên nhân chính: (i) Do tính chất của DN Việt Nam kinh doanh

SỐ LƯỢNG DOANH NGHIỆP BẢO HIỂM TÍNH ĐẾN HẾT NĂM 2017



Nguồn: Cục Quản lý và Giám sát bảo hiểm



KHỐI LƯỢNG CHỨNG KHOÁN NIÊM YẾT, ĐĂNG KÝ GIAO DỊCH (TÍNH ĐẾN THÁNG 12/2017) (Tỷ chứng khoán)

Thời gian	Cổ phiếu niêm yết	TPCP niêm yết	UPCoM	ETF	Chứng chỉ quỹ	TP trên HoSE	Tổng cộng	So với cuối năm trước
31/12/2015	53,08	7,53	5,06	0,038		0,086	65,8	
31/12/2016	60,38	9,3	14,82	0,041	0,015	0,095	84,65	28,60%
29/12/2017	71,82	9,98	24,71	0,18	0,02	0,16	106,87	26,25%

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

dựa vào vay nợ, không dựa vào vốn chủ sở hữu; (ii) Thị trường vốn trung và dài hạn không huy động được nhiều. DN vay ngân hàng chủ yếu là vay ngắn hạn. Bởi vậy, các NHTM vẫn giữ vai trò chủ đạo trong việc giải quyết vốn cho nền kinh tế. Do đó, đối với các DN chưa niêm yết thì vốn vay ngân hàng là nguồn vốn chủ yếu trong tổng nguồn vốn DN. Ngay cả khi TTCK phát triển, NHTM cũng là nhà đầu tư trực tiếp và chủ chốt trên TTCK, giữ vai trò chi phối thị trường trái phiếu.

- Thị trường tín dụng phát triển thiếu tính ổn định: Nguồn vốn huy động của hệ thống ngân hàng chủ yếu là nguồn vốn ngắn hạn và không kỳ hạn, nên tính ổn định chưa cao. Mặt khác, các sản phẩm ngân hàng phái sinh và các dịch vụ ngân hàng khác chưa thật sự phát triển, doanh thu của hệ thống ngân hàng vẫn dựa chủ yếu vào hoạt động cấp tín dụng. Trong bối cảnh tình hình kinh tế trong nước và thế giới phục hồi chậm, hoạt động sản xuất kinh doanh, tiêu dùng chịu nhiều ảnh hưởng, khiến hoạt động tín dụng của ngân hàng khó có thể duy trì ổn định. Trong khi đó, thị trường tín dụng phi chính thức vẫn còn tồn tại song hành cùng thị trường tín dụng ngân hàng.

- Quy mô TTCK mặc dù tăng nhưng chất lượng thị trường chưa đạt được kỳ vọng: Mặc dù về tổng thể, kinh tế Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng tốt, thị trường vốn được chú trọng tạo ra những chuyển biến mạnh về quy mô thị trường, số lượng cổ phiếu niêm yết và số lượng tài khoản nhà đầu tư. Dù vậy, chất lượng thị trường cổ phiếu vẫn chưa thực sự được cải thiện. Nhiều cổ phiếu lớn niêm yết mới tăng giảm thất thường, các cổ phiếu lớn tăng mạnh nhưng thanh khoản thấp gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến chỉ số và không phản ánh đúng giá trị thực cổ phiếu. Hoạt động niêm yết trên Upcom một mặt mang lại nhiều cơ hội cho nhà đầu tư, mặt khác đang tạo hiệu ứng pha loãng cổ phiếu.

- Nhà đầu tư trên thị trường chưa chuyên nghiệp: Hệ thống nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam cho đến nay tuy phát triển khá đa dạng, nhưng trên thị trường trái phiếu thì nhà đầu tư chính là các NHTM, nhu cầu đầu tư của các ngân hàng lại phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh (cho vay), khiến nguồn vốn này không có tính ổn định, có thể giảm đột ngột bất

và không đem lại sự phát triển bền vững cho thị trường. Trên TTCK, nguồn vốn đến từ nhóm nhà đầu tư cá nhân khá lớn nhưng thiếu sự bền vững khi dễ bị tác

động bởi tâm lý, tin đồn hay hoạt động của khối nhà đầu tư ngoại. Trong khi đó, nhóm nhà đầu tư tiềm năng như quỹ đầu tư và công ty bảo hiểm lại chưa được khai thác triệt để.

- Cấu trúc thị trường trái phiếu mất cân bằng: Trên thị trường trái phiếu, ngoài trái phiếu chính quyền địa phương ít phát hành, còn có 2 loại hình trái phiếu: (i) Trái phiếu chính phủ (TPCP) và TPCP bảo lãnh; (ii) Trái phiếu DN (TPDN). Thông thường, tại các quốc gia có thị trường tài chính tương đối phát triển thì tỷ trọng dư nợ trái phiếu trên GDP của TPDN tương đối cao, có thể tương đương với TPCP, thậm chí cao hơn TPCP trong trường hợp của Hàn Quốc (dư nợ TPDN trên GDP là 74,3% trong khi dư nợ TPCP trên GDP chỉ đạt 53,2%). Tuy nhiên, tại Việt Nam, phân khúc TPCP nắm phần chủ yếu trên thị trường, với tỷ trọng trong tổng dư nợ thị trường vượt trội so với TPDN.

- Việc thực hiện cơ cấu lại DNBH còn chậm, năng lực cạnh tranh của các DNBH trong nước chưa cao. Dịch vụ bảo hiểm ở Việt Nam vẫn chưa đa dạng, độ bao phủ chưa cao, đặc biệt là bảo hiểm phi nhân thọ. Phân khúc khai thác bảo hiểm còn chưa đồng đều. Mạng lưới khai thác của các DNBH Việt Nam không ổn định, thiếu tính chuyên nghiệp. Trình độ nghiệp vụ quản lý của các DNBH Việt Nam chưa cao, phong cách kinh doanh chưa chuyên nghiệp. Các tranh chấp bảo hiểm trên thị trường Việt Nam còn khá nhiều, chủ yếu do DNBH không thực hiện trách nhiệm bảo hiểm hoặc do DNBH không giải thích cụ thể cho bên mua bảo hiểm dẫn đến gây nhầm lẫn về phạm vi bảo hiểm. Bên cạnh đó, vẫn còn tình trạng cạnh tranh không lành mạnh giữa các DNBH; phí bảo hiểm chưa được xây dựng dựa trên cơ sở số liệu thống kê để đảm bảo an toàn tài chính và hiệu quả hoạt động của DN.

- Mức vốn pháp định đối với DNBH còn thấp, chưa tạo động lực để DN nâng cao vốn điều lệ. Theo cam kết hội nhập, Việt Nam sẽ tự do hóa bảo hiểm chỉ với lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ. Với mức vốn pháp định hiện nay đối với DNBH phi nhân thọ là 300 tỷ đồng (chưa đến 1,5 triệu USD) thì việc cạnh tranh về khả năng tài chính của các DNBH Việt Nam với các DNBH nước ngoài là vô cùng khó khăn.



Giải pháp phát triển thị trường vốn Việt Nam trong thời gian tới

Để đạt được các mục tiêu phát triển bền vững thị trường vốn trong bối cảnh nền kinh tế thị trường hiện đại và hội nhập quốc tế, cần thực hiện một số nhóm giải pháp trọng tâm như sau:

Thứ nhất, tăng cường nguồn cung sản phẩm chất lượng trên thị trường thông qua việc nâng cao quy định về phát hành, niêm yết, phát triển các sản phẩm mới và quá trình cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tại các DN. Cụ thể: (i) Có chính sách khuyến khích các DN, tổng công ty lớn niêm yết chứng khoán trên thị trường giao dịch có tổ chức, để nâng cao chất lượng hàng hóa trên TTCK thông qua các quy định chặt chẽ về vốn và hoạt động kinh doanh của DN khi niêm yết chứng khoán; (ii) Phát triển TTCK phái sinh nhằm tạo thanh khoản cho thị trường, đồng thời góp phần thu hút nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường; (iii) Nghiên cứu, phát triển các sản phẩm mới trên thị trường trái phiếu (TTTP) như trái phiếu bán trước, trái phiếu phái sinh, trái phiếu có lãi suất thả nổi, chứng khoán hóa dựa trên tài sản, trái phiếu trung và dài hạn...; (iv) Đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa các DN có vốn nhà nước theo các phương pháp được nêu trong Nghị quyết 15/NQ-CP của Chính phủ ngày 6/3/2014 về một số giải pháp đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tại DN, đặc biệt là các DN lớn trong lĩnh vực viễn thông, hàng không, năng lượng.

Thứ hai, đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư nhằm tăng cầu cho TTCK, thu hút thêm nguồn vốn cho thị trường vốn; Phát triển hệ thống nhà đầu tư, nhất là nhà đầu tư tổ chức có nguồn vốn dài hạn như các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí bắt buộc, quỹ hưu trí bổ sung, các quỹ đầu tư trong và ngoài nước thông qua các biện pháp khuyến khích đầu tư và thành lập quỹ đầu tư như quy định tỷ lệ phân bổ đầu tư hay buộc phải đầu tư một phần tài sản vào chứng khoán, ưu đãi thuế...

Thứ ba, tăng cường sự tham gia của các định chế tài chính và nhà đầu tư nước ngoài. Cùng với việc bảo vệ nhà đầu tư, mở rộng cơ sở nhà đầu tư là vấn đề quan trọng được nhiều nước chú ý như là một giải pháp về phía cầu, nhằm tăng cường thu hút nguồn vốn đầu tư trong và ngoài nước trên TTCK. Đối với nhà đầu tư nước ngoài, cùng với quá trình hội nhập và thực hiện các cam kết WTO, việc nói lỏng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK Việt Nam là cần thiết.

Thứ tư, phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường. Tiếp tục tăng cường tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán như các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư

chứng khoán... nhằm nâng cao năng lực tài chính, đảm bảo các tổ chức này hoạt động lành mạnh, tính thanh khoản và an toàn hệ thống. Đồng thời, tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thông qua việc giải quyết triệt để vấn đề nợ xấu, sở hữu chéo giữa DN và ngân hàng, ngân hàng và công ty chứng khoán.

Thứ năm, hoàn thiện cấu trúc TTTP. Kinh nghiệm các quốc gia trên thế giới cho thấy, muốn phát triển TTTP thì trước hết cần phát triển thị trường TPCP làm nền tảng, từ đó thúc đẩy thị trường TPDN. Dư nợ của TPCP tại Việt Nam tuy chiếm phần lớn trong tổng dư nợ nhưng khi so với các nước trong khu vực thì vẫn còn thấp (Thái Lan là 53,84%, Malaysia là 51,73%). Vì vậy, để tiếp tục phát triển thị trường TPCP theo Lộ trình phát triển TTTP đến năm 2020, cần xây dựng thị trường đồng bộ từ khung pháp lý cho đến các hoạt động trên thị trường sơ cấp, thứ cấp, phát triển nhà đầu tư cũng như các dịch vụ đi kèm.

Thứ sáu, tiếp tục đẩy mạnh tái cấu trúc tổ chức TTCK, cơ sở hạ tầng, công nghệ. Tiếp tục xây dựng mô hình, lộ trình cho tiến trình hợp nhất 2 Sở Giao dịch Chứng khoán; hoàn thiện mô hình đối tác bù trừ trung tâm; xây dựng và triển khai Đề án kết nối hệ thống thanh toán bù trừ và quyết toán chứng khoán với hệ thống thanh toán liên ngân hàng.

Thứ bảy, nâng cao tính an toàn hệ thống, hiệu quả hoạt động và năng lực cạnh tranh của các DNBH. Khuyến khích, hỗ trợ các DN phát triển và đa dạng hóa sản phẩm bảo hiểm. Bên cạnh đó, đa dạng và chuyên nghiệp hóa các kênh phân phối bảo hiểm.

Thứ tám, hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước. Hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường vốn của khu vực và quốc tế; Bổ sung các chế tài xử lý nghiêm minh về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường vốn, TTCK, củng cố bộ máy, nâng cao năng lực quản lý, giám sát của Nhà nước đối với thị trường vốn.

Tài liệu tham khảo:

1. Nghị quyết 15/NQ-CP của Chính phủ ngày 6/3/2014 về một số giải pháp đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tại DN;
2. Nghị định 42/2015/NĐ-CP ngày 5/5/2015 về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh;
3. Nghị định 60/2015/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán;
4. Đề án "Cơ cấu lại hệ thống các TCTD giai đoạn 2011-2015" và Đề án "Cơ cấu lại hệ thống các TCTD gắn với xử lý nợ xấu giai đoạn 2016-2020".