

(Tiếp theo kỳ trước)

2.4 Tăng cường hoạt động phát hành trái phiếu chính phủ

Kinh nghiệm các nước cho thấy rằng ở giai đoạn mới hình thành TTCK, các loại trái phiếu bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty là nguồn hàng hóa chủ yếu được trao đổi trên TTCK.

Ở Việt Nam, mục tiêu đặt ra ban đầu, trước khi đưa TTCK vào hoạt động là "lấy trái phiếu chính phủ làm hàng hóa chủ yếu trong giai đoạn đầu" đã không trở thành hiện thực. Trái phiếu chính phủ tuy được đưa vào niêm yết sớm nhưng khối lượng giao dịch lại khá thấp, số lần xuất hiện giao dịch rất ít và với qui mô không lớn. Nguyên nhân chủ yếu là do:

- Lãi suất trái phiếu hiện thấp hơn mặt bằng lãi suất của ngân hàng từ 0,5 đến 1,5% năm - Hơn nữa trái phiếu lại được phát hành qua đấu thầu và bảo lãnh phát hành đều do các tổ chức tín dụng, các công ty bảo hiểm mua và nắm giữ và không có nhu cầu bán lại trong một thời gian dài vì thừa vốn.

- Mức sinh lời của trái phiếu thấp hơn nhiều so với các cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường nên nhà đầu tư chỉ quan tâm đến cổ phiếu. Bên cạnh trái phiếu chính phủ, trên thị trường hiện nay còn có trái phiếu ngân hàng đầu tư. Tuy nhiên giá trị niêm yết cũng không lớn (162 tỷ) và quy mô giao dịch nhìn chung là nhỏ, chỉ chiếm vài phần trăm trong tổng giao dịch của thị trường.

Như vậy, thị trường trái phiếu nhìn chung là không khả quan cả về cơ chế lẫn quá trình vận hành. Do vậy nên thực hiện một số biện pháp sau đây:

- Điều chỉnh lại cơ chế phát hành trái phiếu chính phủ mà trong đó đặc biệt chú ý xem xét lại cơ chế điều hành lãi suất chỉ đạo hiện nay chưa hấp dẫn nhà đầu tư. Vấn đề là làm sao có sự phối hợp chặt chẽ giữa cơ quan quản lý nhà nước, nhà phát hành, các ngân hàng thương mại để đảm bảo sự thống nhất về lãi suất trên thị trường, đảm bảo một số nguyên tắc cơ bản có thể thực thi được trong công tác xác định lãi suất. Thí dụ, cần xây dựng và quán triệt một số nguyên tắc cơ bản trong việc xác định lãi suất TPCP và khả năng thực thi các nguyên tắc này trong

Đa dạng hóa các sản phẩm tài chính nhằm kích thích hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam

PGS. TS. NGUYỄN THỊ DIỄM CHÂU



Ảnh Hòa Tân

quá trình phát triển thị trường tài chính Việt Nam hiện nay. Cụ thể là:

- Chính phủ là nhà phát hành (người vay nợ) về nguyên lý có mức độ rủi ro thanh toán thấp nhất nên lãi suất TPCP phải thấp nhất so với các công cụ vay nợ khác có cùng điều kiện phát hành và tại cùng một thời điểm phát hành.

- Lãi suất các loại TPCP cùng thời hạn, tại cùng một thời điểm phải bằng nhau, công cụ có thời hạn dài hơn thì lãi suất phải cao hơn và ngược lại.

- Giống như mọi công cụ tài chính khác, lãi suất của TPCP phải phản ánh quan hệ cung cầu về TPCP trên thị trường tại thời điểm phát hành.

Từ một số nguyên tắc cơ bản trong xác định lãi suất TPCP nêu trên,

vấn đề quan trọng để xác định lãi suất TPCP là tổng hợp quan hệ cung - cầu về TPCP trên thị trường. Tuy nhiên TPCP chỉ hoạt động ở thị trường sơ cấp với nhiều phương pháp phát hành nhưng chưa có thị trường thứ cấp nên khả năng xác định lãi suất TPCP dựa trên cơ sở quan hệ cung cầu về TP hầu như không thể thực hiện được. Mặt khác, chúng ta cũng không thể dựa vào tình hình lãi suất trên thị trường tín dụng bởi loại lãi suất này chịu sự điều chỉnh mạnh mẽ của chính sách tiền tệ, chưa phải là lãi suất thị trường. Bởi như đã nêu ở trên, về nguyên lý lãi suất TPCP là cơ sở định hướng hình thành các loại lãi suất khác trên thị trường tài chính. Để trái phiếu chính phủ có tính hấp dẫn hơn vấn đề cấp thiết là có sự

đánh giá kỹ lưỡng hơn trong điều kiện có thể được về tình hình cung - cầu TPCP trên thị trường giữa các nhà phát hành, cơ quan quản lý nhà nước và các ngân hàng thương mại để đảm bảo sự thống nhất về lãi suất trên thị trường và đảm bảo một số nguyên tắc cơ bản có thể thực thi được trong công tác xác định lãi suất đồng thời đảm bảo lãi suất ngân hàng được xác định trên cơ sở tín hiệu lãi suất các loại trái phiếu chính phủ. Cụ thể là lãi suất TPCP nên dao động theo tín hiệu thị trường, không quá cao so với lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại và tất nhiên cũng không thể bằng lãi suất thị trường (bởi ít rủi ro). Nên chăng có cơ chế đảm bảo lãi suất TPCP, cao hơn mức lạm phát hoặc áp dụng cơ chế lãi suất thả nổi và có điều chỉnh qua các năm.

• Cần đa dạng hóa hình thức phát hành. Để cho thị trường vốn thực sự phát triển cần phải xóa bỏ hình thức bán lẻ trái phiếu kho bạc. Bởi thực hiện bán lẻ không thu hút được những nhà đầu tư lớn tham gia thị trường và TPCP phát hành qua kho bạc nhà nước sẽ không đủ điều kiện để giao dịch trên thị trường chứng khoán do thiếu tính chuẩn hóa. Do vậy, TPCP trong thời gian tới nên được mở rộng phát hành theo hình thức bán buôn cụ thể là hình thức tổ hợp bảo lãnh phát hành hay là đấu thầu qua trung tâm giao dịch chứng khoán. Việc áp dụng phương thức tổ hợp bảo lãnh phát hành rất thích hợp trong giai đoạn đầu hình thành thị trường, khi thị trường có xu hướng thừa cung trái phiếu. Tổ hợp bảo lãnh phát hành do nhà bảo lãnh chính lập ra để phân tán rủi ro giữa nhiều nhà bảo lãnh, đảm bảo bán hết khối lượng lớn trái phiếu trên thị trường nhanh chóng và có hiệu quả đồng thời tăng uy tín cho tổ chức phát hành. Bên cạnh đó, việc đấu thầu TPCP qua trung tâm giao dịch chứng khoán sẽ góp phần làm sôi động TTCK khi qui mô giao dịch thứ cấp còn nhỏ, giảm chi phí đi vay của Chính phủ và khuyến khích các nhà đầu tư tham gia vào thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, cũng cần hết sức linh hoạt phối hợp hai phương pháp trên đối với từng loại trái phiếu phát hành và vào từng thời điểm cụ thể như:

đối với loại trái phiếu dài hạn, có thể áp dụng tổ hợp bảo lãnh phát hành trong giai đoạn đầu để đảm bảo bán hết trái phiếu. Sau khi đã xác định được diện đầu tư, có thể thay thế là phương pháp đấu thầu để lắng lắng cạnh tranh giảm thiểu chi phí đi vay, tăng tính thanh khoản của trái phiếu và tạo cầu của thị trường trái phiếu.

Hiện nay đối tượng tham gia đấu thầu, bảo lãnh trái phiếu chính phủ chủ yếu vẫn là các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm. Trong bối cảnh hoạt động cho vay của hệ thống ngân hàng đang trong giai đoạn trì trệ việc mua TPCP của các tổ chức này là nhằm mục đích đầu tư và giải quyết tình trạng vốn "đóng băng" (ứ đọng vốn). Khi chưa cần nguồn vốn cho các hoạt động thì họ không có nhu cầu bán lại TPCP. Do đó mà người đầu tư đông đảo là công chúng chưa tiếp cận được nhiều với TPCP. Điều này làm cho khả năng chuyển nhượng thấp, sự bình đẳng giữa người đầu tư cá nhân và pháp nhân chưa được tôn trọng, thị trường chưa được tạo lập thực sự do quá ít người đầu tư tham gia. Vì vậy, về cơ chế bảo lãnh phát hành và đấu thầu cần có những qui định rõ ràng nhằm hạn chế việc các tổ chức tham gia bảo lãnh phát hành trở thành các nhà đầu tư trái phiếu chính phủ như hiện nay và Nhà nước lại phải chi thêm tỷ lệ phí bảo lãnh phát hành và phí thanh toán sau này. Thí dụ: Cần sửa đổi Thông tư 68/2000/TT-BTC về việc hướng dẫn chi tiết 1 số điểm về bảo lãnh và đại lý phát hành TPCP trong đó cần qui định cụ thể về thời hạn và tỷ lệ nắm giữ tối đa TPCP của tổ chức bảo lãnh phát hành có thể là 50% để tạo khả năng thanh khoản cho TPCP trên thị trường.

• Cần đa dạng hóa chủ thể phát hành để phù hợp với tính chất của từng loại trái phiếu được phát hành. Kho bạc Nhà nước chỉ phát hành trái phiếu Chính phủ để bù đắp bội chi NSNN. Trái phiếu đầu tư huy động vốn cho tín dụng đầu tư phát triển của Nhà nước nên giao cho quỹ hỗ trợ phát triển trực tiếp phát hành. Trái phiếu đầu tư cho các công trình thuộc nguồn vốn ngân sách địa phương theo luật NSNN giao cho các quỹ đầu tư địa phương thực hiện. Thị trường càng nhiều các tổ chức tham gia thì chi phí cho việc huy động

vốn của Chính phủ càng thấp. Mặt khác, việc huy động vốn theo hình thức này vừa đa dạng hóa chứng khoán đồng thời gắn được trách nhiệm sử dụng vốn có hiệu quả với trách nhiệm trả nợ của các chủ thể phát hành.

• Tiêu chuẩn hóa việc phát hành TPCP.

Các loại TPCP cần được tiêu chuẩn hóa khi phát hành. Điều này được thực hiện qua việc thống nhất về mệnh giá, tỷ lệ lãi suất và cách thức thanh toán lãi suất cho mỗi đợt phát hành. Lãi suất trái phiếu phải được qui định như nhau cho cùng một loại trái phiếu ở cùng 1 đợt phát hành. Mức lãi suất đưa ra phải hợp lý, đảm bảo nguyên tắc cơ bản như đã nêu ở trên, phù hợp với cung cầu về vốn trên thị trường. Để TPCP có lãi suất hấp dẫn đối với các đối tượng đầu tư nên chăng có qui định trả trước khi mua (lãi suất chiết khấu).

Việc tiêu chuẩn hóa khi phát hành sẽ cung cấp cho thị trường những thông tin về mốc thời điểm phát hành và tạo điều kiện thuận lợi cho việc hướng dẫn phát hành công cụ nợ khác của các loại hình doanh nghiệp. Tiêu chuẩn hóa các tiêu chí trên còn là tiền đề quan trọng để thực hiện công tác mã hóa trong các khâu quản lý giao dịch điện tử và lưu ký thanh toán, một yếu tố không thể thiếu với 1 thị trường tài chính hiện đại.

• Mở rộng đối tượng được tham gia đấu thầu, bảo lãnh và mua bán trái phiếu trên thị trường chứng khoán.

Cần có biện pháp động viên khuyến khích các tổ chức bảo hiểm xã hội, tiết kiệm bưu điện, các tổ chức tài chính, các tổng công ty 90-91 tham gia trực tiếp vào thị trường chứng khoán qua bảo lãnh phát hành và đấu thầu TPCP bằng cách đơn giản thủ tục thành lập các tổ chức kinh doanh TPCP, có các chính sách ưu đãi về thuế cho các thu nhập có nguồn gốc từ TPCP, các chính sách về trợ giúp kỹ thuật hay các cơ hội chia sẻ thông tin.

Từng bước nới lỏng các hạn chế đối với các tổ chức, cá nhân người nước ngoài tham gia đầu tư chứng khoán cho phép các công ty BH nước ngoài đang hoạt động hợp pháp tại Việt Nam được đầu tư, kinh doanh chứng khoán ■

(Còn tiếp)