

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU MỚI NỔI CỦA ĐÔNG Á

PTS. NGUYỄN ĐÌNH TRUNG
Viện Khoa học ngân hàng

Sự lớn mạnh nhanh chóng của các thị trường trái phiếu (TTTP) ở Đông Á phản ánh sự phát triển kinh tế ngoạn mục của khu vực. Cùng với sự phát triển liên tục và vững chắc của khu vực tư nhân và các cuộc cải cách tài chính, TTTP của Đông Á dự kiến sẽ phát triển mạnh trong thập kỷ tới. Mặc dù, có nơi, có lúc vẫn còn hiện tượng tụt hậu, các thị trường tài chính của Đông Á đã theo kịp nhịp độ phát triển nhanh của nền kinh tế khu vực. Các thị trường tài chính của khu vực, chịu sự chi phối của các ngân hàng thương mại (NHTM), đã thay đổi một cách sâu sắc do sự xuất hiện hàng loạt các công cụ tài chính, bao gồm cổ phiếu và trái phiếu. Vào cuối năm 1994, vốn chứng khoán ở các sở giao dịch chứng khoán của Đông Á đã lên đến 71% GDP của Đông Á, trong đó trái phiếu chiếm 22% GDP (bảng 1)

Bảng 1: Vị trí tương đối của tài chính Có ngân hàng, cổ phiếu và trái phiếu trong năm 1994.

	Tài sản Có ngân hàng		Vốn chứng khoán		Thị trường trái phiếu	
	Ti USD	% GDP	Ti USD	% GDP	Ti USD	% GDP
Trung Quốc	388	76	44	9	33	7
Hồng Kông	257	195	270	205	11	9
Indonesia	90	57	47	30	9	6
Hàn Quốc	283	75	192	51	161	43
Malaysia	70	100	199	283	40	56
Philippines	34	54	56	87	25	39
Singapore	115	186	135	217	45	72
Thái Lan	153	110	132	94	14	10
Cộng	1.390	92	1.073	71	338	22

Nguồn: World Bank

Sự phát triển của thị trường chứng khoán được hỗ trợ bởi sự gia tăng đầu tư gián tiếp của nước ngoài vào các nền kinh tế đang "phất lên" của Đông Á có sức hấp dẫn nhờ tính mở cửa của nền kinh tế, tỉ giá hối đoái và môi trường kinh tế vĩ mô ổn định.

Sự xuất hiện của TTTP có liên quan đến quá trình tự do hóa tài chính. Cho đến đầu năm 1980, hệ thống ngân hàng của Đông Á bị kiểm hãm bởi những quy chế kiểm soát lãi suất và phân bổ tín dụng rất nghiêm ngặt. Trong những năm gần đây, những cuộc cải cách đã thay đổi sâu sắc môi trường tài chính của khu vực, tạo động lực cho sự phát triển của TTTP.

1. Quy mô và cơ cấu

Mặc dù quy mô vẫn còn nhỏ so với TTTP ở các nước công nghiệp phát triển, TTTP của Đông Á đóng vai trò quan trọng trong các TTTP của các nền kinh tế thị trường mới nổi, chiếm khoảng 40% giá trị thị trường của chúng kết hợp lại. Trong khoảng thời gian 1989 - 1994 TTTP Đông Á đã tăng trung bình 10% mỗi năm, gấp đôi tỉ lệ tăng trưởng của TTTP ở Đức, Nhật, Liên hiệp Anh và Mỹ.

Chính phủ là những nhà phát hành trái phiếu lớn nhất ở các TTTP Đông Á (bảng 2). Các doanh nghiệp nhà nước và NHTW cũng là những nhà phát hành trái phiếu lớn, đặc biệt là Hàn Quốc. Các công ty tư nhân không tích cực lắm trong giai đoạn đầu phát triển của TTTP, phản ánh sự kiểm soát chặt chẽ hệ thống tài chính, sự bảo hộ các nhà đầu tư không thỏa đáng và sự phân biệt đối xử về thuế. Tình hình đã thay đổi trong những năm gần đây, với những cuộc cải cách tài chính và các cuộc cải cách trong trong các lĩnh vực khác; sự phát hành trái phiếu công ty đã tăng lên nhanh chóng, cả về giá trị tuyệt đối lẫn tương đối so với các nhà phát hành trái phiếu khác ở Đông Á từ 1990.

Sự phát hành trái phiếu tư nhân đã gia tăng rõ nét là do 3 yếu tố kích

thích chủ yếu:

Một là, phần lớn các chính phủ ở khu vực Đông Á đã tiến hành công ty hóa và sau đó là tư hữu hóa hầu hết các doanh nghiệp nhà nước, đặc biệt là các doanh nghiệp dịch vụ công cộng. Do không muốn từ bỏ việc kiểm soát quyền sở hữu trong giai đoạn của quá trình tư nhân hóa, các doanh nghiệp nhà nước đã phát hành trái phiếu ra thị trường trong nước để huy động nguồn tài chính. Ở Thái Lan, trái phiếu của các doanh nghiệp nhà nước chiếm tỷ trọng lớn nhất trong TTTP sở tại.

Hai là, các công ty đang phát triển nhanh nhất thường có xu hướng thiên về hình thức tài trợ bằng phát hành trái phiếu hơn là cổ phiếu, bởi lẽ trái phiếu cho phép công ty phát hành có quyền kiểm soát đối với các quyết định của công ty lớn hơn và vì các nhu cầu đầu tư quá cao không thể đáp ứng một cách thỏa đáng chỉ bằng nguồn tài trợ của ngân hàng.

Ba là, trong khi các NHTM lúc đầu đóng vai trò quyết định trong việc tài trợ vốn cho các doanh nghiệp công và tư nhân, khả năng thực hiện việc thay đổi kỳ hạn thanh toán bị kiểm chế nghiêm trọng vì nhu cầu vốn quá lớn. Các khoản cho vay dài hạn quá nhiều làm cho kỳ hạn thanh toán của tài sản Nợ và tài sản Có trở nên không cân xứng. Mặt khác, việc tuân thủ các yêu cầu về vốn tự có đã hạn chế khả năng của ngân hàng trong việc tài trợ các khoản đầu tư vào tài sản cố định của tư nhân.

Ba định chế đầu tư chủ yếu - khu vực tiết kiệm theo hợp đồng (các quỹ bảo hiểm nhân mạng; quỹ bảo hiểm tai nạn...), các quỹ hưu trí và các tổ chức tài chính - nắm giữ một khối lượng lớn các trái phiếu. Trái phiếu do các cá nhân nắm giữ là rất hạn chế, ngoại trừ Trung Quốc, ở đó các cá nhân là những nhà đầu tư chủ yếu vào trái phiếu chính phủ. Song, phạm vi mà mỗi định chế đầu tư nắm quyền chi phối TTTP ở mỗi nước có khác nhau. Ở Malaysia, Philippines, khu vực tiết kiệm theo hợp đồng chiếm tỷ phần lớn trong TTTP. Các tổ chức tài chính là những người nắm giữ trái phiếu chính ở Hàn Quốc, Philippines và Thái Lan, mặc dù ở Thái Lan, các quỹ tương hỗ ngày càng nổi lên như những nhà đầu tư chủ yếu vào trái phiếu.

Số lượng trái phiếu do người nước ngoài nắm giữ đã gia tăng trong giữa các năm 1990 - 1993 (Bảng 3). Sự phát hành trái phiếu quốc tế của các nước Đông Á có rất nhiều thành công, đã phản ánh những thành tựu kinh tế mà họ đạt được trong thời gian qua; có những ấn tượng tốt trong trả nợ nước ngoài và tiềm năng tăng trưởng được khẳng định trước các nhà

đầu tư gián tiếp quốc tế. Tuy vậy, sự tiếp cận của người nước ngoài với các TTTP trong nước ở một số thị trường quan trọng vẫn còn hạn chế. Malaysia và Thái Lan cho phép tiếp cận tương đối dễ dàng với các TTTP trong nước, nhưng TTTP ở Hàn Quốc lại không mở cửa cho các nhà đầu tư nước ngoài dưới bất kỳ một mức độ nào, và cánh cửa TTTP của Trung Quốc hiện nay đang khép kín đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

2. Phân loại thị trường

Bảng 2: Thị trường trái phiếu Đông Á (cuối năm 1994, tỷ USD)

	Chính phủ	Doanh nghiệp nhà nước	Ngân hàng trung ương	Khu vực công ty	Tổng
Trung Quốc	24,4	9,0	0,0	0,0	33,4
Hồng Kông	0,1	0,0	6,8	4,7	11,6
Indonesia	0,0	1,5	6,8	0,7	9,0
Hàn Quốc	30,6	37,4	32,1	60,8	160,9
Malaysia	29,0	3,7	2,0	4,9	39,6
Philippines	24,8	0,1	0,2	0,0	25,1
Singapore	42,3	0,0	0,0	2,5	44,8
Thái Lan	2,6	7,6	0,0	3,5	13,7
Cộng	153,8	59,3	47,9	77,1	338,1

Nguồn: World Bank, 1995, The Emerging Asian Bond Market

Bảng 3: Luồng vốn từ nhân nước ngoài đổ vào Đông Á (tỷ USD)

	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Ngân hàng thương mại	1,0	4,5	5,1	7,6	2,1	
Trái phiếu	4,3	0,5	3,6	3,0	8,2	
Các luồng từ nhân khác	2,2	2,2	1,9	6,2	2,4	
FDI	3,2	11,0	14,0	20,9	36,5	42,7
Các luồng cổ phần	0,1	2,3	1,0	5,1	18,1	17,6
Cộng	10,9	20,5	25,6	42,8	63,1	60,3

Nguồn: World Bank, 1995, Managing Capital Flows in East Asia

a. Thị trường sơ cấp:

Ở các nước Đông Á, không có một thông lệ thống nhất về vấn đề tổ chức các thị trường sơ cấp, lĩnh vực của các nhà phát hành trái phiếu và các nhà đầu tư, các công cụ tài chính hiện có và phương pháp phát hành trái phiếu. Trái phiếu chính phủ được phát hành trong thị trường sơ cấp theo phương thức bán đấu giá cạnh tranh ở Hồng Kông và Philippines. Ngược lại, ở Trung Quốc, trái phiếu chính phủ được bán thông qua phân phối hành chính, do đó giá của chúng thường thấp hơn mức giá thị trường. Thực tiễn phát hành trái phiếu chính phủ ở các nước còn lại rơi vào giữa 2 thái cực nêu trên. Như kinh nghiệm đã ghi nhận, những sự khác biệt trong thực tiễn phát hành trái phiếu giữa các nước Đông Á đã thu hẹp một cách đáng kể và cơ chế hoạt động của thị trường sơ cấp trái phiếu chính phủ ngày càng có xu hướng hòa nhập với thị trường trái phiếu của các nước công nghiệp phát triển.

Phương pháp phát hành trái

phiếu từ nhân có sự khác nhau nhiều trong khu vực. Ở Thái Lan, chẳng hạn, phát hành trái phiếu ra công chúng là khó khăn hơn nhiều so với phát hành nội bộ, vì rằng các nhà phát hành cần phải đáp ứng nhiều qui định khắt khe của Ủy ban giao dịch chứng khoán. Ở Philippines, phát hành trái phiếu từ nhân nói chung, gồm có các chứng từ thương mại với thời hạn thanh toán ngắn hơn 1 năm chỉ giới hạn cho một số các công ty cổ phần công nghiệp.

hành tại sở giao dịch là một yêu cầu nhằm mở rộng cơ sở cho các nhà đầu tư và tăng tính thừa nhận (acceptability) của trái phiếu, đặc biệt khi các nhà đầu tư bị nghi ngờ nắm giữ các chứng khoán không được niêm yết. Ưu điểm của OTC là giao dịch được thực hiện tương đối dễ dàng, bởi lẽ chưa có quy định về khối lượng giao dịch tối thiểu; thời gian giao dịch được rút ngắn hơn và quy trình thanh toán nhanh chóng và kịp thời. Ở Hàn Quốc, hầu như 100% giao dịch đều diễn ra trên thị trường trao tay (OTC), mặc dù hơn 80% trái phiếu được niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán.

Tuy nhiên, vẫn còn một số trở ngại đối với sự phát triển của TTTP ở Đông Á. Thiếu quy định về khối lượng tối hạn của trái phiếu và quy mô phát hành tương đối nhỏ có xu hướng làm tăng chi phí giao dịch. Do tình hình thâm hụt ngân sách ngày càng được cải thiện, số lượng và tần số phát hành trái phiếu chính phủ đang giảm ở các nước Đông Á, ngoại trừ Trung Quốc và Philippines. Mặc dù chỗ trống đang được thay bằng trái phiếu công ty, khối lượng giao dịch của chúng vẫn chưa đạt đến ngưỡng của cần thiết cho sự phát triển của các giao dịch trên thị trường thứ cấp. Nguyên nhân kiềm hãm sự phát triển của TTTP có liên quan đến các yếu tố sau: tiêu chuẩn thích hợp cho sự phát hành trái phiếu của công ty còn hạn hẹp, thủ tục phát hành phức tạp và rườm rà, thiếu khuôn mẫu điều hành có tổ chức hợp lý và hệ thống thuế khóa không công bằng. Mặt khác, các trái chủ - bộ phận cấu thành "xương sống" của TTTP - là các nhà đầu tư "mua và nắm giữ" trái phiếu; mục đích chủ yếu của họ là tránh hoặc tối thiểu hóa những bất cân xứng trong cơ cấu kỳ hạn của tài sản Có và tài sản Nợ. Do đó họ có ít động cơ giao dịch trái phiếu trên các thị trường thứ cấp. Tuy nhiên, tình hình đang có chiều hướng chuyển biến vì rằng các nhà quản lý các quỹ hưu trí, quỹ dự phòng và quỹ bảo hiểm ngày càng có quyền tự chủ và linh động hơn trong các hoạt động của mình.

Các nhân tố khác, như thiếu những nhà hoạch định thị trường và các chính sách tài trợ thanh khoản, cũng làm cản trở sự phát triển của TTTP. Các nhà kinh doanh trái phiếu thực hiện các nghiệp vụ hiệu ứng đòn bẩy (leveraged operations), và tài sản lưu động của họ thường chiếm một bộ phận xác định đối với cơ sở vốn. Các nhà kinh doanh trái phiếu có thể là những nhà hoạch định thị trường chỉ khi họ có khả năng sẵn sàng thanh toán thông qua thị trường mua lại hoặc của sổ tái chiết khấu của NHTW. Loại hình các cơ sở tín dụng này hiện nay

Trong số các nước Đông Á, Hàn Quốc là nước có TTTP công ty mạnh nhất. Quả thực là các thị trường sơ cấp của trái phiếu chính phủ, thể lệ và quy trình phát hành trái phiếu công ty của các nước Đông Á trong khu vực đang bắt đầu hòa nhập với các tiêu chuẩn chung được xây dựng trên cơ sở những kinh nghiệm và kiến thức tốt nhất của Nhật và Mỹ.

b. Thị trường thứ cấp:

Các nước Đông Á đang từng bước xây dựng một cơ sở hạ tầng cho thị trường thứ cấp của trái phiếu, mặc dù cho đến nay, sự giao dịch trên các thị trường thứ cấp có vẫn còn khiêm tốn. Hồng Kông và Hàn Quốc có thị trường thứ cấp sôi động nhất với tỉ lệ doanh thu trung bình 58% trong năm 1993.

Giao dịch trái phiếu phần lớn được thực hiện trên thị trường trao tay (OTC - Over the counter), như các nước công nghiệp phát triển, mặc dù trái phiếu thông thường được niêm yết ở các sở giao dịch chứng khoán. Quy định niêm yết trái phiếu phát

chưa có ở hầu hết các nước Đông Á.

TTTP cũng cần được các cơ sở hạ tầng về mặt thể chế hỗ trợ. Các cơ sở hạ tầng này có thể bao gồm: các tổ chức thanh toán bù trừ có hiệu quả, các tổ chức phân loại tín dụng và bảo hiểm trái phiếu. Các hệ thống thanh toán, xử lý và thanh toán bù trừ hoặc chưa có hoặc chưa phát triển một cách đầy đủ; và kết quả là các nhà kinh doanh phải chịu nhiều rủi ro, như các rủi ro xảy ra do tình trạng mất tin cậy của các đối tác, khả năng lừa đảo và tính phức tạp của các giao dịch chứng khoán tương tự. Ngoại trừ Malaysia và Thái Lan, ở các nước khác không có những tổ chức phân loại tín dụng có uy tín được nhiều nhà kinh doanh tín nhiệm. Tương tự, trừ Hồng Kông, các nước còn lại không có những tiêu chuẩn được dựa trên cơ sở của thị trường, thông qua đó có thể hướng dẫn các thành viên tham gia thị trường xác định giá cả của trái phiếu trong thị trường sơ cấp lần thứ cấp.

Nhưng trong vòng vài năm cuối lại đây, nhiều lãnh vực thuộc cơ sở hạ tầng thể chế đã đạt được nhiều tiến bộ đáng kể. Ở Hồng Kông, một hệ thống đơn vị thị trường tiền tệ trung ương (Central Money Market Unit System) hiện nay đang thực hiện chức năng thanh toán bù trừ. Malaysia đã thành lập 2 hệ thống bù trừ - một hệ thống thực hiện chức năng chuyển vốn trong thị trường tiền tệ liên ngân hàng; còn hệ thống tiền tệ hai chuyển đổi các chứng khoán tạm thời (chứng khoán phát hành thay cho tiền lãi cổ phần) thông qua các bút sổ bằng điện tử. Các tổ chức xếp hạng tín dụng cũng đang được thành lập ở các nước như: Indonesia, Hàn Quốc và Philippines. Nỗ lực của Malaysia nhằm phát triển một trái phiếu chuẩn thông qua Cagamas - trái phiếu có đảm bảo bằng thế chấp - là một điển hình nổi bật về sự đổi mới của các nhà hoạch định chính sách.

3. Kiểm soát thị trường trái phiếu

Quy chế kiểm soát TTTP ở Đông Á đã có nhiều thay đổi lớn lao trong những năm vừa qua. Đến năm 1991, các NHTW có trách nhiệm lớn trong việc kiểm soát các chứng khoán có thu nhập cố định. Về sau, trách nhiệm chính đã chuyển giao cho các ủy ban chứng khoán và giao dịch chứng khoán vừa được thành lập. Tuy nhiên các quy chế kiểm soát vẫn chưa thống nhất trong tất cả các nước của khu vực. Ở Indonesia, lĩnh vực chịu sự giám sát của các thanh tra chứng khoán, Bapepam, chỉ giới hạn trong phạm vi các công cụ tài chính với thời hạn thanh toán trên 1 năm, trong khi đó NHTW chịu trách nhiệm kiểm soát các công cụ thị trường tiền tệ. Ở Singapore, việc kiểm soát các công cụ

tài chính thuộc phạm vi quyền hạn của các nhà chức trách tiền tệ. Singapore, Hồng Kông và Philippines dựa vào một thông lệ chung hơn: giám sát việc phát hành trái phiếu tư nhân do các Ủy ban chứng khoán đảm nhiệm. Mặc dù có nhiều bất đồng trong thực tiễn giám sát, một sự thống nhất đang nổi lên: trong tất cả các nước của khu vực, các quyền lựa chọn giám sát thiết yếu cần được tập trung vào các ủy ban chứng khoán.

4. Nhìn về tương lai

Thập kỷ đang tới có nhiều hứa hẹn sẽ là thời đại của trái phiếu Châu Á; quy mô TTTP Đông Á (bao gồm Hồng Kông và Singapore) có thể tăng đến 1 nghìn tỷ USD vào năm 2004. Hàn Quốc dự đoán sẽ dẫn đầu khu vực, theo sau là Trung Quốc, Malaysia và Thái Lan. Cục diện của TTTP chắc hẳn sẽ thay đổi chưa từng thấy, với khu vực công ty là kẻ mở đường ở hầu hết các nước, ngoại trừ Trung Quốc và Philippines, và vượt cả chính phủ

với tư cách là nhà phát hành trái phiếu chủ chốt.

Tăng trưởng nhanh chóng được dự kiến của TTTP khu vực phụ thuộc vào việc duy trì các công cụ quản lý vĩ mô khoa học, chính sách và đường lối cải cách về thể chế. Phần lớn các nước Đông Á đã thực hiện những cải cách về chính sách một cách toàn diện và triệt để trong vòng thập kỷ qua - giải quy chế hệ thống ngân hàng, từ bỏ các hình thức tín dụng mệnh lệnh, thiết lập các cơ sở hạ tầng để củng cố và phát triển thị trường tài chính, đưa vào các công cụ tài chính mới, và xây dựng một khuôn mẫu pháp lý tiên tiến. Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại những vấn đề cần tiếp tục hoàn thiện, đặc biệt các vấn đề liên quan đến hệ thống ngân hàng, các nhà thanh tra giám sát và các nhà xây dựng thể chế. Sau khi những cải cách này được thực hiện, TTTP Đông Á sẽ đi vào quỹ đạo của chính mình.

TRUNG TÂM NGOẠI NGỮ KINH TẾ - THƯƠNG MẠI

(LCECS: LANGUAGE CENTRE FOR ECONOMIC & COMMERCIAL STUDIES)

Hợp tác đào tạo với Phòng thương mại và Công nghệ Luân Đôn (LCCI)
Bắt đầu xúc tiến từ năm 1995, đến nay Trung tâm Ngoại ngữ Kinh tế - Thương mại (LCECS) của trường Đại học Kinh tế (Đại học Quốc gia TP.HCM) chính thức là một Trung tâm đào tạo có đăng ký với Ban khảo thí của Phòng thương mại và công nghệ Luân Đôn - LCCIEB Registered Training Centre. Với tư cách này, trung tâm có chức năng và điều kiện thuận lợi để:

1. Phối hợp LCCIEB tổ chức tái đào tạo tại TP.HCM các giáo viên tiếng Anh thương mại (nhiều chuyên ngành) theo tiêu chuẩn quốc tế. Trước mắt, trong ba ngày 28, 29, 30 tháng 10 tới đây, theo thỏa thuận với LCCIEB, Trung tâm sẽ cử khoảng 15 giáo viên tham dự đợt huấn luyện về Anh văn kế toán và Anh văn thương mại do LCCIEB tổ chức tại một khách sạn lớn trong thành phố. Các giáo viên mãn khóa sẽ được LCCIEB cấp chứng chỉ.

2. Phối hợp LCCIEB tổ chức tại TP.HCM các kỳ thi để cấp chứng chỉ Anh văn Thương mại (nhiều chuyên ngành) do LCCIEB cấp, có giá trị quốc tế. Các chứng chỉ này bắt đầu năm 1887 ở Anh, sau đó được mở rộng ra các nước từ năm 1893, và bắt đầu tổ chức ở VN từ cuối năm 1996. Các giáo viên tham gia đào tạo cho các kỳ thi chuyên ngành do LCCIEB tổ chức tại TP.HCM sẽ là những người đã qua khóa huấn luyện của LCCIEB như nói ở trên.

3. Như thế, thông qua hình thức hợp tác quốc tế này, Trung tâm đồng thời mở rộng hướng phát triển và nâng cao thêm chất lượng các chứng chỉ Quốc gia Anh văn Thương mại A - B - C do Trung tâm liên tục triển khai gần sáu năm qua.

Được biết, trong cả nước hiện nay chỉ có sáu trung tâm đào tạo có đăng ký với LCCIEB (Hà Nội 3; TP.HCM 3). LCCIEB có một đại diện duy nhất ở Hà Nội là Viện nghiên cứu Phát triển Giáo dục (NIED) giúp điều phối chương trình giữa sáu trung tâm.