

ĐA DẠNG HÓA TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

NGUYỄN NGỌC ANH

Ngày nay, ngân hàng trung ương các nước có nền kinh tế thị trường phát triển sử dụng nghiệp vụ thị trường mở (open market) để thực thi chính sách tiền tệ, điều tiết nền kinh tế quốc gia; thông qua hoạt động mua - bán trái phiếu chính phủ trên thị trường tài chính (thị trường trái phiếu chính phủ), nhằm mở rộng hay thắt chặt cung ứng tiền tệ cho nền kinh tế. Lúc ấy, ngân hàng trung ương với tư cách là thành viên chủ yếu trên thị trường trái phiếu chính phủ, đồng thời nắm giữ khối lượng trái phiếu đủ lớn và đa dạng để có thể bơm vào hay hút ra lượng tiền tệ đang lưu thông trên thị trường, tạo áp lực cung - cầu trái phiếu chính phủ, chi phối lãi suất cơ bản trên thị trường tiền tệ. Thông thường, ở các nước này lượng trái phiếu chính phủ có thể chiếm tới tỷ lệ 50%/GDP, chủng loại thật đa dạng - phong phú; và để duy

trì lượng trái phiếu đang lưu hành trên thị trường tài chính, ngân hàng trung ương thường dùng thủ thuật hoán nợ (Roll - Over) tức là khi thanh toán một lượng trái phiếu chính phủ nhất định đến hạn, ngân hàng trung ương đồng thời phát hành một lượng trái phiếu chính phủ mới tương ứng có tổng trị giá như lượng trái phiếu vừa thanh toán. Mặt khác, tương tự như vậy, ngân hàng trung ương sẽ điều chỉnh lượng trái phiếu chính phủ mua vào - bán ra theo hướng mở rộng hay thắt chặt cung ứng tiền tệ cho nền kinh tế.

Vừa qua, trong đợt phát hành công trái xây dựng tổ quốc năm 1999 do Bộ tài chính phát hành trực tiếp cho công chúng từ 19.5 đến 15.7.1999 - với khối lượng đạt trên 4.000 tỷ đồng, hạn kỳ 5 năm, mệnh giá từ 20.000 đồng đến 50 triệu đồng, lãi suất được quy định là 10%/năm (bao gồm cả mức trượt giá và tỷ lệ lãi suất

thực 1,5%/năm), có khả năng chuyển đổi trên thị trường vốn trong tương lai; bổ sung thêm một loại trái phiếu chính phủ cho thị trường tài chính VN. Điều đáng nói ở đây, việc thực hiện Nghị định số 34/1999/NĐ - CP - Nghị định của chính phủ quy định việc phát hành công trái xây dựng tổ quốc năm 1999 là việc cụ thể hóa Pháp lệnh số 12/1999/PL - UBTV QH10 - pháp lệnh phát hành công trái xây dựng tổ quốc của Ủy ban thường vụ Quốc hội ngày 27.4.1999 do chủ tịch Nông Đức Mạnh ký; đã tạo khuôn khổ pháp lý cho việc phát hành trái phiếu trung - dài hạn trong tương lai; tạo cơ sở đa dạng hóa trái phiếu chính phủ thông qua việc thu và ghi bằng tiền VN, thu và ghi bằng ngoại tệ tự do chuyển đổi, thu và ghi bằng vàng (tại điều 6) tức là mở ra khả năng huy động vốn quốc tế bằng ngoại tệ. Một đặc điểm lớn khác là tại điều 10, khoản 1, tiết khoản b ghi: "công trái thu và ghi bằng ngoại tệ tự do chuyển đổi được bảo đảm giá trị bằng chính ngoại tệ ghi trên công trái". Các đặc điểm khác là công trái có hạn kỳ 5 năm, 10 năm, ký danh và vô danh. Như vậy, cho đến hiện nay, trái phiếu kho bạc nhà nước có hạn kỳ từ 3 tháng, 6 tháng, 1 năm, 2 năm và 5 năm; mệnh giá tối thiểu từ 20.000 đồng đến mệnh giá tối đa là 50 triệu đồng; loại dưới 1 năm được chiết khấu trên mệnh giá (thông qua việc tổ chức đấu giá của ngân hàng trung ương từ năm 1995), loại trên 1 năm được tính bằng tỷ lệ trượt giá (còn được gọi là tỷ lệ rủi ro lạm phát) cộng lãi suất thực hàng năm; khối lượng tương đối nhỏ so với GDP (ước khoảng bằng 5%/GDP).

Trong điều kiện nước ta chưa thoát khỏi ảnh hưởng cơn bão tài chính khu vực Đông - Á đồng thời

Ảnh Trần Vũ





Nơi bán trái phiếu tháng 4 - 99

dưới tác động xấu của vụ án Epco - Minh Phụng, đợt phát hành công trái phiếu thành công là một bước phát triển mới của thị trường tài chính; điều này mở ra khả năng phát hành các loại trái phiếu trung - dài hạn mới trong tương lai gần. Theo chúng tôi, việc đa dạng hóa trái phiếu chính phủ trong thời gian tới là yêu cầu bức thiết cho thị trường trái phiếu chính phủ phát triển, đồng thời đáp ứng yêu cầu huy động nội lực cho sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Trái phiếu chính phủ ngoài ý nghĩa ban đầu của nó là một khoản nợ của chính phủ đối với công chúng, ngày nay ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển đã trở thành một công cụ tài chính (Financial Instrument) sắc bén của ngân hàng trung ương các nước trong việc thực thi chính sách tiền tệ điều tiết nền kinh tế vĩ mô.

Việc đa dạng hóa trái phiếu chính phủ theo các tiêu thức như hạn kỳ, mệnh giá, tỷ lệ lãi suất (bao hàm cả chiết khấu đối với trái phiếu chính phủ ngắn hạn), mục đích phát hành, nội tệ, ngoại tệ, trong nước, ngoài nước, khả năng mua lại trước khi đáo hạn, miễn thuế thu nhập v.v... được xem xét khi đa dạng hóa trái phiếu chính phủ.

Về hạn kỳ, thường người ta phân chia như sau: dưới 1 năm được gọi là trái phiếu ngắn hạn; từ 1 năm đến 5 năm được gọi là trái phiếu trung hạn và từ trên 5 năm là trái phiếu dài hạn. Việc phát hành trái phiếu chính phủ với hạn kỳ đa dạng, thường gắn liền với mục đích phát hành. Các trái phiếu ngắn hạn thường được phát hành cho nhu cầu chi tiêu tạm thời của chính phủ và thường được hoàn trả trong năm

ngân sách. Các trái phiếu trung - dài hạn thường được phát hành cho mục đích xây dựng cơ sở kinh tế hạ tầng như cầu, cảng, đường xá, thủy điện, cấp nước v.v... song đây là những công trình có thu phí khi hoàn thành và đưa vào sử dụng. Vốn và lãi sẽ được hoàn trả dần khi công trình đưa vào sử dụng.

Về lãi suất trái phiếu, thông thường đối với các trái phiếu ngắn hạn được chiết khấu trên mệnh giá khi phát hành, các trái phiếu trung dài hạn được quy định theo một tỷ lệ % trên mệnh giá trái phiếu (face value). Việc xác định lãi suất trái phiếu là một công việc phức tạp, ngoài lãi suất danh nghĩa được ghi trên bề mặt trái phiếu, thời gian đáo hạn, thị giá v.v... là những yếu tố được tính toán khi tiến hành mua - bán trên thị trường thứ cấp của trái phiếu chính phủ. Thường, người ta ấn định lãi suất danh nghĩa trái phiếu theo công thức rủi ro lạm phát dự tính cộng với lợi suất dự tính.

Trong điều kiện nền kinh tế nước ta phát triển chưa được ổn định và vững chắc, các biến động lãi suất thị trường là điều không thể tránh khỏi; để lãi suất trái phiếu trở thành công cụ điều tiết lãi suất thị trường, đòi hỏi lượng trái phiếu trên thị trường đủ lớn và công chúng ưu thích đầu tư trái phiếu như là khoản đầu tư chắc chắn; trong đó các định chế tài chính trung gian lưu trữ trái phiếu chính phủ một cách phổ biến trong danh mục đầu tư (investments portfolio). Trên cơ sở ấy, trái phiếu chính phủ trở thành động sản tài chính lưu thông trên thị trường tài chính; góp phần cùng với cổ phiếu và trái phiếu công ty cổ phần hình thành một thị trường vốn phát triển. Lúc ấy, lãi

suất trái phiếu chính phủ được xem như là lãi suất cơ bản của thị trường tiền tệ, người ta thường căn cứ vào đó để tính toán lãi suất khi huy động vốn và cho vay vốn trên thị trường; hoặc như là một lợi suất cơ hội khi xem xét một khoản đầu tư nào đó. Trong đó, cần lưu ý thêm việc phân kỳ lãnh lãi suất phiếu đối với trái phiếu trung - dài hạn, hoặc miễn thuế thu nhập từ lợi tức trái phiếu.

Về việc phát hành trái phiếu chính phủ bằng ngoại tệ và ra nước ngoài phụ thuộc vào chính sách ngoại hối của chính phủ. Đến nay, việc quản lý ngoại hối của nước ta tương đối chặt chẽ, thông qua hệ thống tài chính trung gian ngân hàng nhà nước VN kiểm soát nghiêm ngặt lượng ra vào ngoại tệ cho nên việc đầu cơ tiền tệ ở nước ta khó diễn ra; song chính điều này kém hấp dẫn cho các nhà đầu tư nước ngoài khi đầu tư vào trái phiếu chính phủ hay các khoản đầu tư khác vào thị trường tài chính, một mặt do khía cạnh đầu tư của các tổ chức trung gian tài chính quốc tế hiện nay còn mang tính đầu cơ nữa. Một điểm khác, khi muốn phát hành trái phiếu chính phủ ra nước ngoài đòi hỏi phải có tổ chức trung gian tài chính quốc tế đảm bảo phát hành, trong điều kiện nước ta chưa phát hành trái phiếu chính phủ ra nước ngoài lần nào; do vậy, chi phí đảm bảo phát hành lần đầu sẽ cao.

Theo chúng tôi Bộ tài chính và Ngân hàng nhà nước VN nên phối hợp chặt chẽ trong việc đa dạng hóa trái phiếu chính phủ, nhất là đối với các loại trái phiếu trung - dài hạn, huy động tiềm lực trong công chúng cũng như có chính sách ngoại hối thông thoáng hơn nhằm thu hút đầu tư qua ngõ thị trường vốn ■