

1. Đặt vấn đề

Trong giai đoạn hiện nay và những năm tới, nhu cầu vốn cho sự nghiệp công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước ngày càng lớn. Bên cạnh việc khai thác nguồn vốn đầu tư trong nước, cần phải huy động nguồn vốn từ nước ngoài bằng các hình thức khác nhau để đáp ứng nhu cầu phát triển đất nước. Cùng với các hình thức huy động vốn hiện hữu như vay nợ hỗ trợ phát triển chính thức ODA; nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI; các hình thức vay thương mại tín dụng xuất khẩu... Do vậy, việc nghiên cứu để tiến tới phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường trái phiếu quốc tế tạo ra một kênh huy động vốn mới là rất cần thiết có ý nghĩa chiến lược đối với phát triển kinh tế và chuẩn bị từng bước tham gia vào thị trường vốn quốc tế.

Phát triển nền kinh tế thị trường theo xu hướng mở đã thúc đẩy các hoạt động giao lưu quốc tế. Với những thỏa thuận phối hợp diễn ra trong khu vực và quốc tế nhằm thực hiện phân bổ và khai thác các nguồn lực kinh tế ngày càng có hiệu quả hơn, thúc đẩy hệ thống kinh tế toàn cầu phát triển nhanh. Điều này góp phần hình thành nên hệ thống các quan hệ kinh tế quốc tế đa dạng. Sự đa dạng trong hoạt động thương mại quốc tế và đầu tư quốc tế, tạo cơ sở cho sự hình thành và phát triển thị trường tài chính quốc tế nói chung, trái phiếu quốc tế với số vốn luân chuyển ngày càng lớn. Thị trường trái phiếu quốc tế là thị trường giao dịch các khoản vốn thông qua việc mua bán các chứng khoán nợ diễn ra trên phạm vi toàn cầu. Trái phiếu là những công cụ nợ mà người phát hành nó có nghĩa vụ trả cho người mua trái phiếu đó một khoản tiền gốc cộng với khoản lãi trong một khoảng thời gian nhất định. Những trái phiếu được phát hành chính thức và được giao dịch mua bán trên các trung tâm tài chính quốc tế được gọi là trái phiếu quốc tế bao gồm: trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu công ty. Khi chính phủ phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế thì trái phiếu đó được gọi là trái phiếu quốc tế của chính phủ. Trái phiếu quốc tế có những đặc điểm sau:

+ Trái phiếu quốc tế không trực

Nghiên cứu phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường quốc tế

Thạc sĩ DIỆP GIA LUẬT

tiếp phụ thuộc vào thị trường vốn trong nước. Giá cả của nó được xác định trên cơ sở điều kiện của thị trường vốn quốc tế và hệ số tín nhiệm của chủ thể phát hành. Đặc điểm này phản ánh đúng mối quan hệ về giá vốn theo lý thuyết về nền kinh tế mở.

+ Trái phiếu được mua bán trao đổi bằng nhiều loại ngoại tệ khác nhau, điều này đi đôi với một số rủi ro mà trái phiếu nội địa không có, như rủi ro tỷ giá, rủi ro quốc gia...

+ Trái phiếu quốc tế được giao dịch ở nhiều trung tâm tài chính khác nhau trên thế giới, nên việc mua bán trao đổi diễn ra không ngừng không nghỉ, kể cả việc mua bán trên thị trường thứ cấp, hoặc thị trường OTC...

Những tác động tích cực khi phát hành trái phiếu ra thị trường trái phiếu quốc tế :

+ Cầu nối giữa thị trường vốn trong nước với thị trường tài chính quốc tế. Việc phát hành trái phiếu quốc tế mở ra một kênh huy động vốn có khả năng đáp ứng các dự án có quy mô lớn, thời gian dài và nguồn lực hầu như không hạn chế. Trong bối cảnh các nước đang phát triển có giới hạn về nguồn vốn tiết kiệm, thì nguồn vốn huy động từ hoạt động phát hành trái phiếu ra thị trường tài chính quốc tế có một ý nghĩa to lớn.

+ Phát hành trái phiếu quốc tế sẽ tạo ra sự cạnh tranh trên thị trường vốn trong nước với thị trường vốn nước ngoài. Khi phát hành trái phiếu, chủ thể phát hành trái phiếu chấp nhận điều kiện chung của thị trường tài chính quốc tế, chấp nhận sự cạnh tranh và các điều kiện ràng buộc tín dụng. Không chỉ dừng lại ở thị trường vốn mà còn có cơ hội xác định chi phí sản xuất

hàng hóa trong nước, khả năng cạnh tranh giữa hàng hoá trong nước với hàng hóa nước ngoài.

+ Trái phiếu quốc tế cho phép xác định điểm chuẩn của quốc gia phát hành trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế và sẽ là điều kiện tài chính đầu vào của các dự án đầu tư trong nước. Điều này tạo điều kiện cho các nhà đầu tư trong nước lựa chọn khả năng đa dạng hóa danh mục đầu tư, các loại tài sản tài chính để phòng ngừa rủi ro.

+ Đối với những nước có thị trường tài chính phát triển, ngân sách nhà nước thặng dư, trái phiếu quốc tế còn đóng vai trò là công cụ để thực hiện chính sách quản lý nợ quốc gia. Thông qua việc phát hành mới trái phiếu ra thị trường quốc tế, chính phủ có thể chủ động điều tiết danh mục tài sản nợ chính phủ để thực hiện các chính sách tài chính tiền tệ.

Những thách thức đối với kế hoạch phát hành trái phiếu ra thị trường tài chính quốc tế:

+ Chấp nhận lãi suất thị trường: Lãi suất trên thị trường tài chính quốc tế sẽ được quyết định theo thị trường quốc tế và sẽ phản ánh mức chi phí vốn thực tế so với các nước khác. Với chính sách kinh tế mở, hội nhập kinh tế quốc tế sản phẩm hàng hóa quốc gia cần phải cạnh tranh trên thị trường thế giới. Lãi suất trái phiếu quốc tế sẽ phản ánh chi phí vốn thực tế của quốc gia trên thị trường và sẽ giúp cho chính phủ cũng như các công ty tính toán đầu tư vào các dự án có hiệu quả, đảm bảo sản phẩm có thể cạnh tranh được trên thị trường. Đây là một bước đi chiến lược đảm bảo tính hiệu quả và cạnh tranh của nền kinh tế VN trong quá

trình hội nhập.

Lãi suất có thể cao hơn lãi suất danh nghĩa của các khoản vay ưu đãi, tín dụng xuất nhập khẩu và vay qua ngân hàng nước ngoài. Tuy nhiên theo dự đoán nguồn ODA sẽ giảm trong tương lai tín dụng xuất nhập khẩu thường kèm theo các ràng buộc đầy phí vay lên cao, trong khi hệ thống ngân hàng không đủ đáp ứng nhu cầu vốn trung dài hạn. Huy động vốn bằng phát hành trái phiếu quốc tế sẽ đa dạng hóa các nguồn vốn vay, tạo kênh huy động vốn trung dài hạn, nếu được quản lý thận trọng, hạn chế được những ảnh hưởng tiêu cực đến an ninh tài chính quốc gia, hình thức huy động mới này sẽ tạo động lực thúc đẩy tiến trình tự do hóa, hội nhập kinh tế quốc tế.

+ Tuân thủ các nguyên tắc và thủ tục pháp lý quốc tế: VN phải đảm bảo tính công khai minh bạch và cập nhật thông tin thường xuyên đối với cộng đồng đầu tư quốc tế. Đồng thời cũng phải tuân thủ theo những quy định chặt chẽ về trình tự, thủ tục phát hành trái phiếu, những yêu cầu về tính công khai và tuân thủ các luật quốc tế.

+ Phải xây dựng kế hoạch sử dụng có hiệu quả ngay tiền thu được từ phát hành trái phiếu quốc tế: Với hình thức huy động vốn qua thị trường trái phiếu quốc tế, một lượng vốn lớn sẽ được thu về trong một thời gian ngắn, cho nên, cần có kế hoạch cụ thể để giải ngân ngay cho đầu tư, tránh ứ đọng vốn sẽ làm tăng chi phí, gây nên lãng phí trong đầu tư.

+ Có kế hoạch cụ thể trong thanh toán nợ gốc và lãi trái phiếu khi đáo hạn: Chính phủ cần phải có kế hoạch cân đối nguồn thu và chuẩn bị nguồn ngoại tệ đủ để thanh toán lãi và vốn gốc khi đáo hạn. Nếu việc thanh toán không được đảm bảo sẽ ảnh hưởng đến uy tín của VN trên trường quốc tế, và đến các đợt phát hành tiếp sau.

2. Các giải pháp

Bất kỳ một hoạt động kinh tế nào cũng có hai mặt, việc phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường trái phiếu quốc tế cũng mang lại những lợi thế cho quốc gia phát hành đồng thời cũng tiềm ẩn rất nhiều rủi ro, nhất là nguy cơ gây mất an ninh tài chính. Với các

quốc gia đang phát triển như VN, mới tiếp cận với kênh huy động vốn này, cần thận trọng, nghiên cứu và chuẩn bị các yếu tố cần thiết cho việc lập kế hoạch phát hành trái phiếu nhằm đạt hiệu quả cao. Theo thông tin ban đầu, Chính phủ đã giao cho Bộ tài chính phối hợp với các Bộ, Ngành liên quan tổ chức phát hành trái phiếu quốc tế trong năm 2005, với đề án mà Bộ tài chính trình lên Chính phủ, trước mắt VN sẽ huy động khoảng 500 triệu USD trên một số thị trường tài chính lớn trong đó có Mỹ và châu Âu. Vì vậy, các yếu tố cơ bản cần phải đặc biệt quan tâm trong kế hoạch phát hành trái phiếu gồm:

Cải thiện hệ số tín nhiệm quốc gia:

Hệ số tín nhiệm là đánh giá khả năng về tài chính cũng như khả năng hoàn trả tiền gốc và lãi của chính phủ phát hành. Hệ số tín nhiệm không chỉ cần thiết đối với việc phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường tài chính quốc tế mà còn ảnh hưởng đến việc thực hiện các khoản vay thương mại. Với các nước phát triển hệ số tín nhiệm cao có tác dụng tạo điều kiện thuận lợi cho các khoản vay thương mại. Còn đối với các nước đang phát triển, đang được hưởng ưu đãi qua các khoản vay ODA nên việc đưa ra hệ số tín nhiệm thấp có thể gây khó khăn cho các khoản vay thương mại, còn nếu càng cao thì thuận lợi cho vay thương mại nhưng ngược lại sẽ giảm đi những ưu đãi về vay ODA. Công tác đánh giá về hệ số tín nhiệm quốc gia được thực hiện bởi công ty xếp hạng tín nhiệm do Chính phủ lựa chọn thuê.

Kết quả xếp hạng tín nhiệm có ảnh hưởng rất lớn đến khả năng thành công của các đợt phát hành, cũng như lãi suất của trái phiếu. Đối với các nước đang phát triển như Việt nam, giai đoạn đầu khi tiếp cận với kênh huy động vốn này, nên cần phải được một công ty xếp hạng có uy tín trên thế giới thực hiện. Điều này, nhằm tạo niềm tin tưởng cho các nhà đầu tư. Vì vậy, Chính phủ có thể chọn thuê các những công ty như: CBRIS (Tổ chức xếp hạng trái phiếu Canada-Canadian Bond Service), JBRI (Tổ chức xếp hạng trái phiếu Nhật-Japanese Bond Intitute),

Standard&Poor's, Moody's hoặc Fitch's. Đồng thời, Chính phủ cần tiếp tục đẩy mạnh thực hiện các biện pháp nhằm nâng cao hạng mức tín nhiệm như:

+ Điều hành chính sách tài khóa chủ động, hạn chế thâm hụt ngân sách dưới 5% GDP, kiểm chế và kiểm soát lạm phát trong giới hạn hợp lý dưới hai con số.

+ Tiếp tục đổi mới về cơ chế quản lý điều hành theo định hướng kinh tế thị trường, đặc biệt là chính sách lãi suất và tỷ giá hối đoái. Đây là những nhân tố ảnh hưởng đến các đánh giá về xếp hạng tín nhiệm, thông qua các chỉ số về lãi suất và tỷ giá sẽ phản ánh thực trạng về cung cầu vốn, về năng lực cạnh tranh của hàng hóa VN trên thị trường thế giới.

+ Tăng tốc cho tiến trình tái cấu trúc các doanh nghiệp nhà nước và hệ thống ngân hàng thương mại quốc doanh, trong thời gian quan tiến trình này còn rất chậm, chưa sát với các chuẩn mực quốc tế, cơ cấu kinh tế còn mang nặng tính bao cấp, chưa thật sự linh hoạt và thích ứng với tiến trình phát triển hội nhập kinh tế quốc tế.

+ Xây dựng dự trữ ngoại tệ quốc gia vững mạnh, mức dự trữ ngoại tệ là một yếu tố quan trọng làm cơ sở đánh giá rủi ro về khả năng thanh toán. Dự trữ VN trong thời gian qua dù có tăng nhưng trong dài hạn vẫn khó vượt mức mười tuần; nhập khẩu vẫn còn thấp so với tiêu chuẩn là bốn tháng nhập khẩu theo quan điểm truyền thống về dự trữ ngoại hối.

+ Trong lĩnh vực quản lý nhà nước: Đẩy mạnh tiến trình cải cách hành chính, nâng cao hiệu quả quản lý của bộ máy nhà nước. Kể từ năm 1998, VN đã có những tiến bộ đáng kể thông qua các chương trình cải cách được sự hỗ trợ từ các nước phát triển, trình độ chuyên môn của đội ngũ cán bộ quản lý nhà nước trên các lĩnh vực không ngừng được nâng cao, đặc biệt là kiến thức về kinh tế thị trường. Tuy nhiên, trong các cơ quan nhà nước hiện nay nạn quan liêu, tham nhũng đang có dấu hiệu gia tăng, điều này ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý, chất lượng các công trình đầu tư giảm, làm nản lòng các nhà đầu tư. Đồng thời, từng bước hoàn thiện hệ thống luật

pháp, tạo môi trường pháp lý thông thoáng cho các hoạt động kinh doanh, cũng như bảo vệ quyền lợi cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Lựa chọn đối tác bảo lãnh phát hành:

Để nâng cao mức tín nhiệm của chủ thể phát hành trong quá trình tiếp cận nguồn vốn, cần thiết phải có người bảo lãnh phát hành. Thông thường có thể là một tập đoàn tài chính hoặc một ngân hàng đầu tư có uy tín, có kinh nghiệm trên thị trường vốn quốc tế, đã từng giúp một số quốc gia trong khu vực phát hành. Việc lựa chọn sẽ thông qua phương thức đấu thầu cạnh tranh để đảm bảo có lợi nhất cho chính phủ phát hành. Vì vậy các định chế tài chính quốc tế, hoặc các ngân hàng lớn sẽ là tổ chức mà chúng ta lựa chọn làm nhà bảo lãnh phát hành.

Phân tích diễn biến thị trường tài chính quốc tế:

Một trong những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến giá cả của trái phiếu phát hành là tình hình lãi suất thực tế trên thị trường tài chính quốc tế tại thời điểm phát hành. Thông thường giá trái phiếu được tính dựa trên trái phiếu kho bạc của Mỹ, mà một trong những yếu tố cấu thành lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ là mức lãi suất cơ bản do Cục dự trữ liên bang Mỹ công bố.

Ngoài ra, chính phủ phát hành còn phải tìm hiểu về quy mô, giá cả của các loại trái phiếu mới phát hành, cũng như dự tính quy mô của các đợt phát hành tiếp theo để có thể đánh giá chính xác mức cung trái phiếu trên thị trường.

Chuẩn bị các tài liệu có liên quan đến việc phát hành trái phiếu:

Yêu cầu về các loại tài liệu thông thường gắn với hình thức phát hành. Trong trường hợp phát hành rộng rãi ra công chúng gồm cả các nhà đầu tư tư nhân, thì các yêu cầu về thủ tục đăng ký, niêm yết cũng như các tài liệu có liên quan rất khắt khe, bắt buộc phải cung cấp. Tài liệu có liên quan đến công tác phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường tài chính quốc tế được chia làm hai loại.

Những tài liệu liên quan đến việc phát hành, bảo lãnh, lệ phí và phân phối trái phiếu:

- Bảng cáo bạch, bao gồm các nội dung:

- + Các báo cáo tài chính.
- + Tên trái phiếu và các điều kiện cơ bản.
- + Ngày phát hành trái phiếu.
- + Giới thiệu các bên tham gia phát hành trái phiếu.
- + Các chi tiết về hạn chế đối với việc bán trái phiếu.
- + Thông tin chung về những tài liệu cần kiểm tra.

Bảng cáo bạch là một tập tài liệu công khai, được cung cấp cho các nhà đầu tư, đồng thời trình lên trung tâm chứng khoán nơi có trái phiếu niêm yết.

- Thỏa thuận của các nhà quản lý trái phiếu, gồm:

+ Thỏa thuận bảo lãnh phát hành, tho? thuận giữa tổ chức phát hành và nhà phát hành, trong đó, phải liệt kê các thủ tục, trách nhiệm của từng chủ thể trong từng điều kiện cụ thể.

+ Thỏa thuận với đại lý thanh toán, đại lý niêm yết, đại lý in ấn...

- Ý kiến pháp lý:

+ Tư vấn pháp lý của chính phủ phát hành đưa ra ý kiến về việc phát hành trái phiếu chính phủ là tuân thủ pháp luật trong nước hiện hành.

+ Tư vấn pháp lý của nhà bảo lãnh phát hành đưa ra ý kiến về việc phát hành trái phiếu là tuân thủ theo luật quốc tế.

Những tài liệu có liên quan khác:

- Thỏa thuận của cơ quan tài chính.
- Chứng thư bảo đảm, chứng thư bảo lãnh...
- Thực hiện chiến dịch quảng bá, xúc tiến với các nhà đầu tư.

Quá trình quảng bá xúc tiến việc phát hành trái phiếu với các nhà đầu tư được thực hiện qua các phương thức:

- Quảng bá qua nhà bảo lãnh phát hành.

- Hướng dẫn nội bộ cho bộ phận bán trái phiếu: bộ phận nghiên cứu của nhà bảo lãnh phát hành sẽ có chương trình nội bộ hướng dẫn bộ phận bán trái phiếu, trong đó nhấn mạnh thế mạnh của trái phiếu, truyền tải đến nhà đầu tư. Việc này phải đảm bảo tính chính xác, thống nhất khi với thiệu trái phiếu đến nhà đầu tư.

- Các chuyên gia nghiên cứu của

người bảo lãnh sẽ liên tục xuất bản những ấn phẩm nghiên cứu về tình hình phát triển kinh tế, các bước tiến tích cực của quốc gia phát hành để duy trì thường xuyên sự quan tâm của các nhà đầu tư.

- Kết hợp giữa chính phủ phát hành và nhà bảo lãnh.

Chiến dịch quảng bá được tổ chức dưới nhiều hình thức như:

- Tổ chức đoàn xúc tiến đầu tư tới các trung tâm tài chính lớn để giới thiệu trái phiếu. Các nhà lãnh đạo chính phủ trực tiếp tiếp xúc với các nhà đầu tư, đây là cách hiệu quả nhất.

- Tổ chức các diễn đàn đầu tư tại các trung tâm tài chính quan trọng.

- Sử dụng các phương tiện điện tử viễn thông để cung cấp các thông tin cần thiết đến cho các nhà đầu tư không có điều kiện tiếp xúc gặp gỡ với đoàn xúc tiến có được những thông tin về phát hành trái phiếu.

Có thể kết luận rằng, phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường vốn quốc tế là một kênh huy động vốn hữu hiệu đối với nền kinh tế các nước đang phát triển. Cũng như mọi vấn đề điều tồn tại hai mặt, nguồn vốn dồi dào của thị trường vốn quốc tế đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển kinh tế xã hội của Chính phủ, nhưng cũng chính nguồn vốn này nếu không có những biện pháp quản lý sử dụng tốt sẽ gây những tác động đảo ngược, tiêu cực ảnh hưởng đến an ninh tài chính quốc gia. Vì vậy, để tiếp cận, khai thác nguồn vốn này Nhà nước cần thận trọng, nghiên cứu phân tích diễn biến tình hình thị trường tài chính quốc tế, nhu cầu và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế, cũng như những nội dung cần thiết đảm bảo cho đợt phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường trái phiếu quốc tế thành công ■

Tài liệu tham khảo:

- GS.TS. Nguyễn Thanh Tuyền, Thị trường chứng khoán, Trường ĐH Kinh tế TP.HCM.
- Thomas Glaessner and Jepper Ladekart, March 2003, Issues in Development of Government Bond Markets
- Phillips Tunner, Bank for International Settlements, Bond Market Development: What are the policy issues?
- Frank J. Fabozzi, Bond markets, analysis and strategies, 4th Edition
- PGS.TS. Trần Ngọc Thơ, Kinh tế VN trên đường hội nhập – Quản lý quá trình tự do hóa tài chính.