

CÁC GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VIỆT NAM

NGUYỄN VIỆT TRUNG

Trong thời gian gần đây, việc phát hành TPCP (TPCP), nhất là việc phát hành trái phiếu bằng đồng nội tệ chưa đáp ứng được yêu cầu huy động vốn cho đầu tư phát triển. Đây là nguyên nhân cho thực trạng này và giải pháp nào cho việc phát triển thị trường trái phiếu VN (TTTP VN) trong thời gian tới?

1. Thực trạng thị trường trái phiếu VN

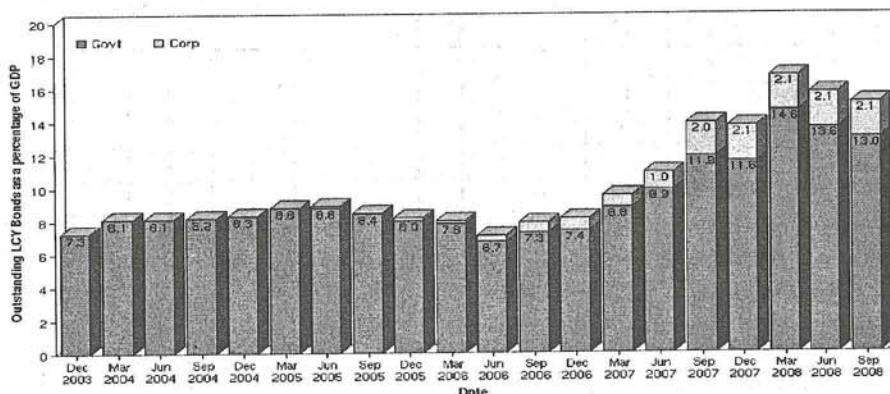
1.1 Thực trạng thị trường TPCP VN (TPCPVN)

Thị trường TPCP chiếm phần lớn trong TTTP VN. Tổng khối lượng TPCP đang lưu hành trên thị trường hiện nay vào khoảng 15 tỷ USD, trong đó ước tính nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ khoảng 3 tỷ USD. Còn theo thống kê từ ADB, quy mô trái phiếu nội tệ chính phủ chiếm khoảng 13% GDP (Hình 1). Về cơ cấu TPCP chủ yếu tập trung ở các kỳ hạn ngắn 2-5 năm (Hình 2).

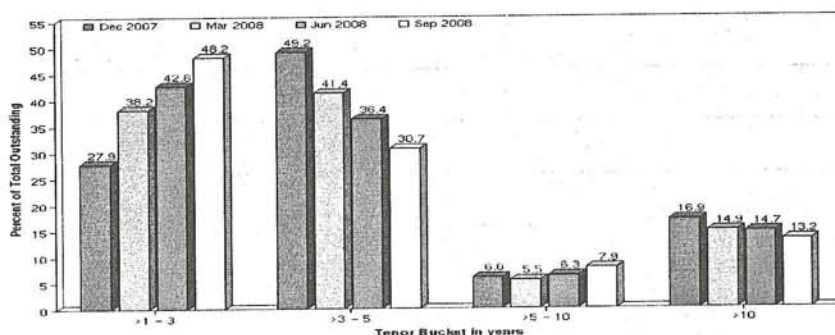
Những bước phát triển của TTTP gắn liền với TTCK VN, tính từ năm 2005 đến nay, việc đấu thầu qua trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (HASTC) diễn ra tấp nập, các thành viên tham gia đấu thầu cũng gia tăng. Tính đến nay,

HASTC đã kết nạp 52 thành viên đấu thầu, trong đó có 20 công ty chứng khoán, 13 ngân hàng thương mại trong nước, 7 ngân hàng thương mại nước ngoài và 12 tổ chức tài chính khác. Các ngân hàng nước ngoài có uy tín như Citibank, HSBC, Standarder Chartered Bank cũng đăng ký tham gia đấu thầu. Mặc dù thị trường đấu thầu đã có tính cạnh tranh hơn, số lượng thành viên tham gia nhiều hơn và khối lượng đăng ký đấu thầu trong thời gian gần đây đều vượt quá khối lượng gọi thầu, tuy nhiên do việc đưa ra mức lãi suất trần thấp nên một số phiên đấu thầu đã không huy động đủ 100% khối lượng gọi thầu (bảng 1).

Hình 1: Quy mô trái phiếu nội tệ so với GDP (%)



Hình 2: Quy mô và cơ cấu các kỳ hạn trái phiếu nội tệ chính phủ VN



Bảng 1: Kết quả đấu thầu qua HASTC 2005 – 2007 (Đvt: tỷ đồng)

STT	CHỈ TIÊU	2005	2006	2007
1	Tổng số đợt thầu đã thực hiện	6	20	44
2	Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	6	2	3
3	Tổng khối lượng trái phiếu gọi thầu	1.350	6.360	29.016
	Trái phiếu kì hạn 2 năm	100	100	0
	Trái phiếu kì hạn 3 năm	100	100	1.900
	Trái phiếu kì hạn 5 năm	550	4.700	20.960
	Trái phiếu kì hạn 10 năm	300	960	2.806
	Trái phiếu kì hạn 15 năm	300	500	3.350
4	Tổng số phiếu tham gia đấu thầu	39	86	403.296
	Phiếu đăng kí cho thành viên	37	60	305
	Phiếu đăng kí dành cho khách hàng của thành viên	2	26	98
5	Tổng số phiếu đăng kí đấu thầu hợp lệ	39	86	403
6	Tổng khối lượng đăng kí đấu thầu hợp lệ	1.187	13.013	88.627
	Trái phiếu kì hạn 2 năm	35	100	0
	Trái phiếu kì hạn 3 năm	30	0	1.770
	Trái phiếu kì hạn 5 năm	728	11.533	75.748
	Trái phiếu kì hạn 10 năm	69	970	5.845
	Trái phiếu kì hạn 15 năm	325	410	5.264
7	Tổng khối lượng trúng thầu	205	4.268	18.939
	Trái phiếu kì hạn 2 năm	0	0	0
	Trái phiếu kì hạn 3 năm	0	0	850
	Trái phiếu kì hạn 5 năm	185	3.728	15.620
	Trái phiếu kì hạn 10 năm	0	370	1.095
	Trái phiếu kì hạn 15 năm	20	170	1.374
8	Tổng số tiền thanh toán trúng thầu	205	4.268	18.966

Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

Cùng với việc triển khai phương thức đấu thầu qua HASTC, Kho bạc Nhà nước, phát hành trái phiếu theo phương thức bảo lãnh phát hành cũng góp phần làm tăng nhanh khối lượng hàng hóa trên TTCK. Điều này, nhằm đa dạng hóa các kênh phát hành huy động vốn nhanh có nguồn vốn dài hạn đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển.

Trên thị trường thứ cấp, giá trị giao dịch TPCP/giá trị niêm yết mặc dù đã có cải thiện đáng kể trong thời gian gần đây (nếu như năm 2001, tỷ lệ này mới đạt 2% thì đến năm 2004 đã lên 80% và hiện tại vào khoảng 90%), nhưng VN vẫn là nước duy nhất trong khu vực có tổng giá trị giao dịch trái phiếu thấp hơn giá trị niêm yết.

Tuy nhiên một điều đáng báo động là trong năm 2008, HASTC đã tổ chức được 44 đợt đấu thầu trái phiếu, huy động được 7.008 tỷ đồng trên tổng số 31.700 tỷ đồng gọi thầu, như vậy tỷ lệ vốn huy động được chỉ bằng 22,1% kế hoạch và bằng 36,9% tổng huy động của năm 2007. Tình hình này lại xảy ra khi thực hiện kế hoạch phát hành trái phiếu vào quý 1/2009; Chính phủ công bố sẽ phát hành 22.000 tỷ đồng, nhưng đến nay mới chỉ dừng ở con số 2.600 tỷ. Chỉ tính riêng trong quý 1/2009 phần lớn các đợt đấu thầu trái phiếu của chính phủ đều không thành công (xem Bảng 2).

Bảng 2: Một số đợt đấu thầu TPCP trong quý 1/2009

Ngày tổ chức	Quy mô phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn (năm)	Loại	Lãi suất đặt thầu thấp nhất (%/năm)	Lãi suất trần (%/năm)	Kết quả
12/3/09	500	2	VGB	8,50%	7,20%	Không thành công
	500	3	VGB	8,80%	7,30%	Không thành công
27/2/2009	500	5	VGB	8,70%	7,00%	Không thành công
	500	10	VGB	9,30%	7,00%	Không thành công
26/2/2009	500	2	VGB	8,45%	6,95%	Không thành công
	500	3	VGB	8,50%	7,00%	Không thành công
23/2/2009	500	2	VGB	n/a	6,70%	Không thành công
	500	5	VGB	n/a	7,20%	Không thành công
20/2/2009	500	5	VGB	8,20%	7,00%	Không thành công
	500	10	VGB	8,50%	7,00%	Không thành công
16/2/2009	700	2	VGB	n/a	6,70%	Không thành công
	800	3	VGB	n/a	6,70%	Không thành công
13/2/2009	500	5	VGB	9,35%	7,00%	Không thành công
	500	10	VGB	9,00%	7,00%	Không thành công
12/2/09	700	2	VGB	6,70%	6,70%	Không thành công
	800	3	VGB	7,80%	6,75%	100 tỷ đồng
11/2/09	1000	2	VGB	n/a	6,70%	Không thành công
	1000	3	VGB	n/a	6,75%	100 tỷ đồng
15/1/2009	1000	1	VGB	n/a	7,49%	Không thành công
14/1/2009	850	2	VGB	n/a	8,00%	250 tỷ đồng
	500	3	VGB	n/a	8,05%	100 tỷ đồng
	150	5	VGB	n/a	7,49%	100 tỷ đồng

Nguồn: Thống kê tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

Trong khi TPCP bằng đồng nội tệ đang có những trở ngại chưa được giải quyết, Chính phủ đã thực hiện một kênh huy động vốn mới. Cuối quý 1/2009, chính phủ tiến hành đấu thầu TPCP bằng ngoại tệ đợt 1/2009. Kết quả đấu thầu thành công 230,2 triệu USD, bằng 76,73% so với kế hoạch chào bán 300 triệu USD.

Nguyên nhân của sự không thành công trong các đợt phát hành TPCP có thể lý giải như sau:

Một là, do trần lãi suất cho hình thức đấu giá tại thị trường sơ cấp. Từ đầu năm 2009, Chính phủ đã thiết lập trần lãi suất tại mỗi cuộc đấu giá trái phiếu là 7%. Những nhà đầu tư trên thị trường, mặt khác vẫn tiếp tục trả giá với mức ở thị trường thứ cấp. Như vậy, với tình hình đó, việc Chính phủ tạo ra trần giá không hề có tác dụng thu hút nhà đầu tư. Cũng cần thấy thêm rằng,

đằng sau việc Chính phủ đặt trần cho lãi suất trái phiếu không chỉ để đảm bảo chi phí đi vay thấp mà còn là sự lo ngại về việc lãi suất trái phiếu sẽ tăng cao hơn lãi suất cho vay thương mại, và làm trái phiếu trở nên hấp dẫn hơn và chuyển hướng dòng vốn ra khỏi thị trường tín dụng.

Hai là, mặc dù Chính phủ đã huy động vốn dự trữ nhưng việc giải ngân không được thực hiện hết. Kho bạc Nhà nước cho biết đã huy động được hơn 300 nghìn tỷ đồng từ năm 2003 - 2008, nhưng mới chỉ giải ngân được 65 nghìn tỷ đồng trong khoảng thời gian này. Với tỷ lệ lạm phát quá cao trong suốt thời gian đó, Chính phủ đã lựa chọn

không thực hiện một số dự án để tránh tạo thêm đà cho nền kinh tế đã quá nóng. Như vậy, nhu cầu của Chính phủ trong việc tăng dự trữ trong năm 2009 vẫn không rõ ràng.

Ba là, liên quan đến việc lựa chọn đồng USD. Trong khi tính thanh khoản của VND bị thắt chặt trong thời gian vừa qua, thì tính thanh khoản của USD lại được cải thiện khi các nhà đầu tư quan tâm hơn tới việc nắm giữ những đồng tiền có mệnh giá ổn định. Tuy nhiên, do những chính sách kiểm soát hoạt động giao dịch ngoại hối nên các đại lý nắm giữ đồng USD bị hạn chế. Vì thế, TPCP bằng đồng USD thu hút được khá nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư.

1.2 Thực trạng thị trường trái phiếu địa phương (TTTPDP)

Đẩy mạnh đầu tư phát triển kinh tế cùng với

tiến trình đô thị hóa, nhu cầu đầu tư và phát triển của các tỉnh và thành phố rất lớn và cấp bách nhưng nguồn vốn từ ngân sách nhà nước không đáp ứng được đầy đủ, đặc biệt đối với các dự án phát triển hạ tầng cơ sở. Do đó, một số tỉnh và thành phố có điều kiện về tiềm lực kinh tế đã thực hiện phát hành trái phiếu để huy động vốn tài trợ cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, từ năm 2003 đến nay, có hai địa phương tiêu biểu là TP.HCM và Hà Nội phát hành trái phiếu với tổng mệnh giá khoảng 10.000 tỷ đồng niêm yết tại HASTC, các địa phương khác quy mô huy động còn rất hạn chế.

Riêng TP.HCM đã hoàn thành kế hoạch đặt ra, đã huy động vốn cho ngân sách và đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng đô thị. Thành công này một phần do lãi suất trái phiếu đô thị cao hơn lãi suất TPCP cùng kỳ hạn. TP.HCM là địa phương tiên phong và tiêu biểu trong việc phát hành trái phiếu đô thị. Nhìn chung thị trường phát hành trái phiếu đô thị trong thời gian qua đã tạo ra kênh huy động vốn hữu hiệu cho ngân sách thành phố HCM, đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, kinh tế xã hội của thành phố. Một số địa phương đã huy động được một lượng vốn tạm thời nhàn rỗi trong nền kinh tế, mở rộng thực hiện các dự án đầu tư của địa phương, góp phần làm giảm căng thẳng thiếu hụt ngân sách. Phát hành trái phiếu đô thị làm tăng nguồn vốn đầu tư trong dài hạn, cơ cấu nợ chuyển dần từ ngắn hạn sang dài hạn, phù hợp với diễn tiến nền kinh tế thị trường và đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển của địa phương. Ngoài ra, thông qua việc mở rộng phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, đã cung cấp thêm một lượng hàng hóa cho TTCK VN, góp phần thúc đẩy TTCK phát triển mạnh mẽ hơn trong thời gian tới.

Mặc dù đã có những bước đầu thành công nhưng nhìn chung TTTP chính quyền địa phương vẫn còn nhiều khó khăn:

- Các địa phương vẫn còn lệ thuộc và dựa vào nguồn trợ cấp từ ngân sách trung ương, chưa chủ động đa dạng hóa các hình thức huy động vốn đầu tư.

- Trái phiếu chính quyền địa phương chủ yếu cũng do các định chế tài chính nắm giữ nên hoạt động giao dịch hầu hết được thực hiện trên TTCK theo phương thức mua bán có kỳ hạn. Thời gian qua, các giao dịch trái phiếu đô thị TP.HCM, Hà Nội và trái phiếu Đồng Nai chủ yếu diễn ra giữa

các công ty chứng khoán với các NHTM, các quỹ đầu tư và một số công ty bảo hiểm.

- Tuy nền kinh tế được đánh giá tăng trưởng trong thời gian qua nhưng chỉ tập trung ở hai trung tâm kinh tế lớn là TP.HCM và Hà Nội, các địa phương khác tốc độ tăng trưởng vẫn còn chậm, thậm chí phần lớn địa phương vẫn trong tình trạng bội chi ngân sách. Do đó, mức độ tín nhiệm của người đầu tư đối với trái phiếu chính quyền địa phương chưa cao.

- Thu nhập bình quân đầu người ở nước ta vẫn còn thấp, vốn tiết kiệm để đầu tư thấp, đây cũng là yếu tố làm hạn chế khả năng huy động của TTTP.

1.3 Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TTTPDN)

Trước 2006, việc phát hành TPDN được thực hiện theo Nghị định số 120/CP ngày 17/9/1994 của Chính phủ về phát hành cổ phiếu, trái phiếu của doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Khi đó, thị trường này chưa phát triển, chỉ có các tổ chức tài chính tín dụng phát hành trái phiếu, còn TPDN thì có rất ít các doanh nghiệp (DN) phát hành, việc phát hành TPDN chỉ diễn ra lác đác ở một vài DNNN. Khối DN không mặn mà với việc phát hành trái phiếu do nhiều nguyên nhân, trong đó có nguyên nhân lớn nhất là Nghị định 120 quy định quá chặt.

Tuy nhiên, sau năm 2006 đến nay, việc phát hành TPDN đã phát triển mạnh mẽ do các đơn vị sản xuất, kinh doanh trong nước ngày càng ưa chuộng hình thức huy động vốn này. Việc phát hành TPDN không chỉ bó hẹp trong các DNNN mà còn có sự tham gia của các công ty TNHH, công ty cổ phần, công ty có vốn đầu tư nước ngoài... theo nguyên tắc tự vay, tự trả và thực hiện các quy định về công khai minh bạch thông tin... Số lượng DN phát hành trái phiếu tăng lên đáng kể, năm 2005 có 2 DN phát hành, với giá trị khoảng 1.600 tỷ đồng; năm 2006, số lượng này tăng lên là 6 DN, với 15 đợt phát hành và giá trị trái phiếu hơn 11.000 tỷ đồng; năm 2007 số lượng là 17 DN, với 23 đợt phát hành đạt giá trị trên 26.320 tỷ đồng. Trong đó, Vinashin và EVN là hai DN phát hành nhiều nhất, chiếm 41% và 36% tương ứng, các tổng công ty khác chỉ chiếm dưới 10% trong tổng vốn huy động.

Nếu như các DN lớn có thương hiệu mạnh, dự án khả thi để gọi vốn thì các DN vừa và nhỏ cũng có cách đi riêng. Những DN có quy mô nhỏ hơn

như Nam Triệu, CII,... đã phát hành thành công trái phiếu với mức lãi suất hấp dẫn: trái phiếu Nam Triệu kỳ hạn 2 năm, lãi suất 8,95%/năm, phát hành tháng 4/2007; trái phiếu CII kỳ hạn 7 năm, lãi suất 10,3%/năm, phát hành tháng 7/2007.

Đặc biệt trong năm 2007, thành công của đợt phát hành TPDN CP Vincom được giới chuyên gia đánh giá là mở ra một kênh huy động vốn mới, nhiều triển vọng cho các DN thuộc khối kinh tế ngoài quốc doanh. Lần đầu tiên trái phiếu VNĐ của một công ty cổ phần kinh doanh bất động sản VN được phát hành với cách thức chào bán theo chuẩn mực quốc tế. Trái phiếu Vincom được phát hành riêng lẻ theo Nghị định 52/2006/NĐ-CP về phát hành TPDN ngày 19/5/2006 dưới hình thức trái phiếu ghi sổ, kỳ hạn 5 năm, phát hành từ ngày 22/10/2007, lãi suất trả theo năm và thanh toán một lần vào ngày 22/10 hàng năm. Đây hoàn toàn không phải là trái phiếu chuyển đổi. Trong đợt phát hành, mặc dù số trái phiếu phát hành của Vincom là 1.000 tỷ VNĐ nhưng số nhà đầu tư đăng ký mua trái phiếu Vincom đã lên đến hơn 2.500 tỷ VNĐ. Trên cơ sở khối lượng và lãi suất đăng ký của các nhà đầu tư, Vincom và 2 ngân hàng tư vấn thu xếp và bảo lãnh (BIDV, ANZ) đã thống nhất phân bổ trái phiếu cho 9 nhà đầu tư có mức lãi suất chào thấp nhất, trong đó tỷ lệ phân phối cho nhà đầu tư nước ngoài là 30% và mức lãi suất chỉ là 10,3%/năm thấp hơn mức dự kiến ban đầu là 10,5%/năm.

Trong năm 2007, công ty chứng khoán (CTCK) Habubank thu xếp phát hành trái phiếu cho khoảng 20 DN, chào bán cho các tổ chức nước ngoài. Một trong những DN đăng ký phát hành trái phiếu là Goldsun với nhu cầu huy động 100 tỷ đồng. Goldsun có hai công ty con là Nhà máy in và bao bì Nhật Quang, Nhà máy cơ khí gia dụng với tốc độ tăng trưởng hàng năm hơn 20% và nhu cầu vốn khá cao.

Hầu hết các trái phiếu được phát hành có kỳ hạn dài, ngắn nhất là 2 năm, dài nhất là 10 năm. Trái phiếu EVN hầu hết có kỳ hạn 10 năm, đầu tư vào các công trình thủy điện, cải tạo mạng lưới điện quốc gia. Trái phiếu Vinaconex và Lilama phát hành trái phiếu có kỳ hạn 5 năm. Ngoài ra, để khuyến khích nhà đầu tư, Vinaconex phát hành trái phiếu kèm theo chứng quyền là quyền mua cổ phiếu của Nhà máy xi măng Cẩm Phả với mức giá ưu đãi.

So sánh với lãi suất TPCP cùng thời hạn, có thể thấy, lãi suất trái phiếu của các DN có xu hướng biến động cùng chiều. Khoảng chênh lệch giữa lãi suất TPCP và lãi suất TPDN khoảng 2.5% đến 3%, phản ánh mức chênh lệch rủi ro của 2 trái phiếu này.

Bảng 3: Chênh lệch lãi suất TPCP và TPDN

Kỳ hạn	2 năm	3 năm	5 năm	7 năm	10 năm	15 năm
TPCP, lãi suất giao dịch gần nhất (%/năm)	7,3	7,67	7,9	8,2	8,7	8,85
TPCP vừa phát hành	7,2	7,35	7,86	NA	NA	8,4
Lãi suất chuẩn Bloomberg	7,475	7,679	7,921	8,217	8,461	8,792
TPDN	9,6	8,5-9,3	9,6-10	NA	9,7	NA

Nguồn: www.ssi.com.vn

Đa số các công ty đều phát hành trái phiếu thông qua một số tổ chức làm đại lý phát hành. Các công ty chứng khoán là những thành viên chính trên thị trường bên cạnh các ngân hàng cổ phần, các công ty bảo hiểm hay kiểm toán.

Sau 1 năm thực hiện Nghị định 52/2006/NĐ-CP về phát hành TPDN, nhiều DN như EVN, Vinashin, Vinaconex, Tổng công ty Thép VN... đã quan tâm hơn tới kênh dẫn vốn này, nhưng tổng dư nợ TPDN hiện mới đạt 11% dư nợ trái phiếu. Như vậy, TTTP vẫn gần như là "sân chơi riêng" của TPCP (TPCP) với 2 chủ thể phát hành là Kho bạc Nhà nước (chiếm 64%) và Ngân hàng Phát triển VN (chiếm 18%). So với các nước trong khu vực và trên thế giới, dư nợ TPDN/tổng dư nợ trái phiếu của VN mới đạt 11% trong khi con số tương ứng của Thái Lan là 33%, Malaysia: 50%, Hàn Quốc là 51%.

Tính đến nay, trên thị trường có 3 TPDN được niêm yết, cụ thể:

Mã TP	Tổ chức phát hành	Kỳ hạn (năm)	Lãi suất (%/năm)	Ngày niêm yết	Khối lượng niêm yết
VE061101	Tổng công ty Điện lực VN	5	9,5	16/7/2007	9.000.000
VE061102	Tập đoàn Điện lực VN	5	9,6	24/9/2007	6.000.000
PV060902	TCT Tài chính Dầu khí VN	3	9,05	12/7/2007	3.645.986
BID1 106	Ngân hàng Đầu tư Phát triển TP.HCM	10	9,80	22/6/2006	11.886.310
BID1 206	Ngân hàng Đầu tư Phát triển TP.HCM	15	10,20	22/6/2006	10.160.140

Nguồn: Tổng hợp từ HASTC

Có thể thấy rằng, thị trường TPDN còn những tồn tại:

- Hiện nay mới có 2 văn bản ảnh hưởng đến TTTP DN, đó là Nghị định 52/2006/NĐ-CP quy định việc phát hành trái phiếu riêng lẻ và Luật chứng khoán quy định việc phát hành trái phiếu ra công chúng.

- Mặc dù nhu cầu vay vốn để mở rộng và phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh của DN hiện cao, nhất là đối với những đơn vị có phạm vi hoạt động và quy mô sản xuất lớn, song chính vì còn được nhiều bao cấp trong tín dụng khiến các DN chưa lựa chọn trái phiếu như là một hình thức huy động vốn hiệu quả. Thực tế thời gian qua, việc huy động vốn nợ của DN chủ yếu vẫn thực hiện thông qua kênh chính là TPCP. Chính phủ đứng ra phát hành trái phiếu, huy động vốn trong dân cư rồi lại "rót" ngược lại cho DN. Quy trình này vừa phức tạp lại tốn kém cả về thời gian, chi phí, trong khi nhiều DN lớn, có uy tín như Vinashin, EVN... có thể tự mình huy động vốn từ nguồn này.

- Thị trường có quy mô nhỏ, chủ yếu cũng chỉ là trái phiếu của các DN lớn, các DN đầu ngành và trái phiếu của các NHTM. Đến nay cũng chỉ có 4 TPDN (trong đó ngân hàng chiếm 2) được niêm yết tại các TTGDCK.

- Hoạt động vay vốn trực tiếp từ TTTP của các DN vẫn còn khiêm tốn so với vay vốn ngân hàng thông qua kênh tín dụng ngân hàng. Nhu cầu vốn đối với các DN là rất lớn nhưng các DN vẫn chưa tiếp cận được với hình thức huy động vốn qua phát hành trái phiếu. Thị trường TPDN chưa có cơ sở để xác định lãi suất phát hành, thiếu tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp, tâm lý e ngại về vấn đề minh bạch hoá thông tin của các DN là rào cản cho sự phát triển thị trường TPDN.

- Việc áp dụng trái phiếu chuyển đổi ở VN, làm đa dạng hàng hóa trên thị trường, tuy nhiên trái phiếu chuyển đổi ở VN có một số đặc thù khác với thông lệ trên thế giới. Sự nhận thức chưa đồng đều của các nhà đầu tư cá nhân và sự thiếu minh bạch đang phát sinh một số vấn đề rắc rối về trái phiếu chuyển đổi và ảnh hưởng quyền lợi của nhà đầu tư.

- Giao dịch TPDN hầu như chưa phát triển, các nhà đầu tư mua và giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn để hưởng lãi. Vì vậy hàng hóa trên thị trường lại càng ít. Nhà đầu tư thường mua trái phiếu

chuyển đổi chờ chuyển đổi thành cổ phiếu và chỉ giao dịch sôi động trong thời gian trước thời điểm chuyển đổi. Tình hình giao dịch diễn ra tẻ nhạt do các nhà đầu tư không quan tâm nhiều, tính thanh khoản của trái phiếu này càng thấp dẫn đến trái phiếu kém hấp dẫn đối với nhà đầu tư, từ đó tạo tâm lý e ngại cho các DN khi cân nhắc lựa chọn phương án tài trợ vốn. Đây chính là vòng lẩn quẩn mà thực tế vẫn chưa tháo gỡ được.

2. Một số nguyên nhân dẫn đến sự kém phát triển thị trường trái phiếu VN

Thứ nhất: Quy mô nhỏ, thanh khoản thấp: TTTP VN có quy mô quá nhỏ. Chủ yếu TPCP đang "thống lĩnh" thị trường, trong khi trái phiếu của các DN phát hành rất hạn chế. Tính thanh khoản của các loại trái phiếu còn thấp.

Thứ hai: Một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn đến TTTP VN chưa phát triển đó là TTTP chưa có đường cong lãi suất chuẩn: Thực tế tại các nước có TTTP phát triển cho thấy, đường cong lãi suất có ý nghĩa quan trọng không chỉ đối với các nhà phát hành (hạn chế rủi ro), các nhà đầu tư (xác định được giá theo thị trường, quyết định đầu tư trên cơ sở phân tích được rủi ro của khoản đầu tư cũng như lợi tức thu được) mà còn rất có ý nghĩa đối với các nhà trung gian (phát triển các công cụ phát sinh và tạo lập thị trường qua các giao dịch mua bán có kỳ hạn và giao dịch tương lai).

Thứ ba: Hệ thống các nhà đầu tư chưa phát triển, nhất là các nhà đầu tư tổ chức. Hiện nay thiết lập được hệ thống các nhà tạo lập thị trường; các thể chế trên thị trường chưa hoàn chỉnh. Nhiều định chế tài chính trung gian như các quỹ đầu tư tương hỗ, quỹ đầu tư mạo hiểm, công ty định mức tín nhiệm... chưa được thành lập.

Thứ tư: Tính đồng bộ của thị trường còn thấp. Khả năng tập trung và phân bổ nguồn lực tài chính qua thị trường chưa thực sự hiệu quả, còn có sự chưa ăn khớp giữa cơ cấu và kỳ hạn huy động vốn với sử dụng vốn. Sự phối hợp giữa các kênh huy động vốn còn chưa đồng bộ; vai trò của TPCP trong việc định hướng lãi suất thị trường còn hạn chế, tỷ lệ huy động vốn dài hạn qua kênh tín dụng ngân hàng hiện nay thấp. Trong khi đó, việc sử dụng quá nhiều vốn ngắn hạn cho đầu tư dài hạn, làm giảm hiệu quả sử dụng và tăng nguy cơ rủi ro tài chính; việc phối hợp điều hành lãi suất giữa thị trường tiền tệ và thị trường vốn chưa

thật ăn khớp, tiến trình cải cách hệ thống tổ chức tín dụng còn chậm; việc kiểm soát các dòng vốn trong nền kinh tế chưa thực sự có hiệu quả, vẫn còn tình trạng vốn dài hạn chuyển sang đầu tư ngắn hạn và ngược lại.

Thứ năm: Hệ thống pháp lý chưa hoàn chỉnh. Khung pháp luật mới được hình thành bước đầu; một số lĩnh vực vẫn chưa có hệ thống văn bản pháp lý hoàn chỉnh, nhất là lĩnh vực chứng khoán. Các nguyên tắc quản lý và chuẩn mực quốc tế về tính minh bạch, kế toán, kiểm toán... tuy đã được áp dụng nhưng còn ở phạm vi hẹp. Thể chế pháp luật còn thiếu các quy định cần thiết nên hạn chế sử dụng các công cụ bảo hiểm rủi ro như hoán đổi lãi suất, mua bán kỳ hạn hay tái mua lại nhằm giúp nhà đầu tư có thể bảo vệ rủi ro cho mình.

Thứ sáu: Tính cạnh tranh thấp: TPCP chưa cạnh tranh được với sự thuận tiện của hình thức gửi tiết kiệm, đầu tư kỳ phiếu ở các ngân hàng thương mại cùng với tính thanh khoản kém hơn nên chưa thu hút được tiền nhàn rỗi của các tổ chức kinh tế và cá nhân.

Thứ bảy: Từ phía các công ty, chưa quen với kênh huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu. TTTP công ty kém phát triển do các công ty chưa quen với việc huy động vốn vay trực tiếp qua phát hành trái phiếu mà vẫn dựa vào nguồn vốn vay của ngân hàng.

Thứ tám: Thông tin thị trường. Theo đánh giá của các chuyên gia tài chính, nguyên nhân quan trọng khiến TTTP của VN kém hấp dẫn chính là việc thiếu một hệ thống cung cấp thông tin đầy đủ.

3. Các giải pháp phát triển TTTP VN

• Phương thức phát hành TPCP

Kế hoạch phát hành TPCP cần được xây dựng một cách thống nhất, khoa học và tránh sự chồng chéo triệt tiêu lẫn nhau giữa các đợt phát hành hay giữa các phương thức phát hành với nhau. Đẩy mạnh phát hành TPCP qua phương thức đấu thầu và bảo lãnh phát hành, tuy nhiên nên có sự phân chia khối lượng phát hành cho mỗi phương thức theo kỳ hạn trái phiếu, tránh tình trạng các đợt phát hành diễn ra quá gần nhau làm giảm hiệu quả của các đợt phát hành. Mặt khác, khi phát hành TPCP theo phương thức đấu thầu qua TTCK, cần hạn chế áp đặt lãi suất một cách chủ quan.

Bên cạnh đó, để tạo đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường, cần lập chương trình kế hoạch phát hành TPCP, chọn loại TPCP có thời hạn phù hợp để tập trung phát hành lô lớn tạo nên TPCP phát hành chuẩn và hình thành đường cong lãi suất chuẩn, tạo nền tảng cơ bản lãi suất chuẩn cho các công cụ nợ. Đẩy mạnh việc phát hành TPCP lô lớn sẽ giảm số lượng các loại TPCP lưu hành trên thị trường, giúp các nhà đầu tư cũng như các tổ chức trung gian dễ theo dõi, nắm bắt diễn biến về giá của các loại TPCP. Đồng thời giảm dần đến chấm dứt việc phát hành bán lẻ qua hệ thống KBNN.

• Cơ chế lãi suất TPCP

Chính phủ cần áp dụng lãi suất thả nổi đối với TPCP. Để tăng tính hấp dẫn của TPCP nên áp dụng lãi suất điều chỉnh theo lạm phát và áp dụng phương thức trả lãi linh hoạt như trả lãi trước, trả lãi định kỳ... để nhà đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro và đa dạng hoá danh mục đầu tư. Xây dựng một cơ chế lãi suất thực sự hấp dẫn nhà đầu tư kể cả trong điều kiện lạm phát hay thiếu phát nhằm tối đa lợi nhuận của nhà đầu tư trên cơ sở dung hòa



với lợi ích của Chính phủ.

• Đa dạng hóa các loại TPCP

Hiện tại, tất cả các trái phiếu phát hành đều là trái phiếu trả lãi sau, với phương thức trả lãi hàng năm, lãi suất cố định. Riêng Tổng công ty Sông Đà và Tập đoàn Điện lực (EVN) phát hành trái phiếu có lãi suất được điều chỉnh căn cứ vào lãi suất TPCP hoặc lãi suất trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng và một số ngân hàng phát hành trái phiếu chuyển đổi như Ngân hàng Quân đội, Ngân hàng Ngoại thương, Ngân hàng Á châu. Việc đa dạng hóa các sản phẩm không chỉ làm tăng sự lựa chọn cho các nhà đầu tư mà còn có thể giúp các nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro. Với nền kinh tế VN ngày càng chịu nhiều biến động bởi các yếu tố vĩ mô, việc phát hành trái phiếu với lãi suất cố định sẽ gây nhiều rủi ro cho tổ chức phát hành. Để hạn chế rủi ro, ngoài phát hành các trái phiếu ổn định, DN cũng nên đẩy mạnh phát hành các trái phiếu có quyền chọn và trái phiếu chuyển đổi.

• Xây dựng được đường cong lãi suất chuẩn

Đường cong lãi suất mô tả mối quan hệ giữa thời gian đáo hạn với lãi suất đáo hạn của trái phiếu tại một thời điểm nhất định. Thông thường, đường cong lãi suất chuẩn được xây dựng cho các trái phiếu là TPCP hoặc các trái phiếu của các công ty có uy tín. Các trái phiếu này được coi là trái phiếu có rủi ro thấp hoặc bằng không. Do đó, các mức lãi suất của các trái phiếu này được sử dụng làm lãi suất chuẩn cho các trái phiếu khác. Phần chênh lệch giữa lãi suất chuẩn và lãi suất của các trái phiếu khác phản ánh mức độ rủi ro của các trái phiếu đó, mức chênh lệch càng lớn thì trái phiếu đó càng rủi ro.

$\text{Lãi suất TPDN} = \text{lãi suất TPCP} + \text{rủi ro của DN}$

Vì đường cong này được hình thành từ lãi suất chính phủ nên yêu cầu đặt ra là phải xây dựng một TTTP chính phủ đủ mạnh. Muốn làm được điều đó, cần phải thực hiện tốt việc kế hoạch hoá công tác phát hành và công khai hoá thông tin; đa dạng hoá kỳ hạn phát hành TPCP (từ 90 ngày đến 15 năm) và hình thành các kỳ hạn chuẩn; thực hiện tái cơ cấu lại các loại TPCP đã phát hành. TPCP phải chuẩn hóa về số lượng, kỳ hạn cũng như lãi suất, lô trái phiếu được dùng tính toán cho đường cong lãi suất phải có tính chất giống nhau, có mức lãi suất coupon như nhau và các điều khoản phát hành giống nhau trong cùng

một ngành.

Chính phủ cần tập hợp nhiều loại TPCP phát hành trước đây thành một số loại TPCP có mã giao dịch giống nhau. Đồng thời phải tiến hành đổi mới phương thức phát hành bằng cách hạn chế bán lẻ TPCP, giảm bớt tần suất phát hành và chủ yếu tập trung vào phát hành trái phiếu theo lô lớn. Việc phát hành TPCP lô lớn sẽ giảm số lượng các loại TPCP lưu hành trên thị trường, giúp các nhà đầu tư cũng như các tổ chức trung gian dễ theo dõi, nắm bắt diễn biến về giá của các loại trái phiếu. Cách làm này cũng sẽ tạo thuận lợi cho các cơ quan quản lý cũng như các nhà đầu tư trong quá trình quản lý phát hành, giao dịch thanh toán. Tạo cơ sở cho việc yết giá mua bán trái phiếu.

Hiện nay, TPCP đã từng bước được đa dạng về kỳ hạn nhưng chủ yếu là kỳ hạn 5 năm, các loại kỳ hạn khác như (2 năm; 3 năm; 7 năm; 10 năm và 15 năm...) chưa được duy trì đều đặn, Chính phủ cần khuyến khích phát hành trái phiếu dài hạn như 10 năm.

Để đạt được kết quả cao hơn, trong thời gian tới cần thiết phải triển khai đồng bộ các giải pháp: Từng bước hoàn thiện hệ thống văn bản pháp lý về huy động vốn thông qua phát hành TPCP nói chung và phát hành TPCP theo lô lớn nói riêng; thiết lập một hệ thống đại lý cấp I là các ngân hàng, công ty chứng khoán... có uy tín kinh doanh có hiệu quả, thực hiện đa dạng hóa kỳ hạn trái phiếu; công bố công khai kế hoạch phát hành các loại trái phiếu hằng năm, hằng quý, hằng tháng; thực hiện tốt công tác đối thoại với thị trường, tìm tiếng nói chung và sự ủng hộ tích cực của các thành viên thị trường...

Trên cơ sở thực hiện tốt các định hướng và giải pháp đã trình bày sẽ góp phần phát triển TTTP VN, đảm bảo các mục tiêu chiến lược phát triển thị trường vốn VN đến năm 2015■

Tài liệu tham khảo

1. Vụ Tài chính Ngân hàng - Bộ Tài chính, *Tài liệu hội thảo Phát hành trái phiếu doanh nghiệp tại VN*.
2. Bond Market Development: The Case of Singapore
3. Developing Bond Markets in APEC Conference, June 21-22 2005
4. www.Asianbondonline.adb.org
5. hastc.org.vn, hsx.com.vn và mof.org.vn.