



Nâng cao năng lực đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán VN

Thạc sĩ LÊ QUANG CƯỜNG

T trái phiếu chính phủ là công cụ vay nợ được nhiều quốc gia trên thế giới sử dụng nhằm khai thông nguồn vốn tiềm năng trong công chúng phục vụ mục tiêu bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước và tài trợ cho đầu tư kết cấu hạ tầng cơ sở quốc gia. Chứng khoán chính phủ luôn là hàng hóa quan trọng, giữ vai trò quyết định trong việc hình thành lãi suất tham chiếu trên các sàn giao dịch chứng khoán hiện đại. Ở VN, do không có đủ các điều kiện để hình thành và phát triển thị trường chứng khoán từ sớm. Nên từ những ngày đầu phát hành, trái phiếu chính phủ chủ yếu được phát hành qua hệ thống kho bạc nhà nước và ngân hàng quốc gia. Năm 2000 đã đánh dấu sự ra đời của Sở giao dịch

chứng khoán ở nước ta, mở ra một kênh phát hành mới cho trái phiếu chính phủ "phát hành qua thị trường chứng khoán". Sự kiện này đã mở đầu một quá trình chuyển dịch cơ cấu phát hành trái phiếu chính phủ ra

công chúng. Song, sau gần 5 năm hoạt động, năng lực phát hành trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán so với hai kênh kho bạc nhà nước và thị trường ngân hàng còn rất khiêm tốn. Thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ qua sở giao dịch chứng khoán chưa thể hiện được khối lượng giao dịch áp đảo, cũng như khả năng kích hoạt thị trường chứng khoán sơ cấp. Ý tưởng đưa trái phiếu nắm giữ qui mô chủ chốt và vai trò tiên phong trong thời kỳ đầu vận hành thị trường chứng khoán gần như đã phá sản.

Từ khi đi vào hoạt động 7.2000 – 12.2004, Sở giao dịch chứng khoán đã thực hiện trên 60 phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ. Tổng trị giá trái phiếu chính phủ gọi thầu lên đến 12.600 tỷ đồng; giá trị đặt thầu của các thành viên tham gia đạt 8.230,7 tỷ đồng chiếm 65,32%; tổng trị giá trái phiếu trúng thầu 4.323,7 tỷ đồng đạt 34,31%; lãi suất trúng thầu bình quân khoảng 8,2%/năm; mỗi phiên giao dịch bình quân có trên 2 thành viên tham gia. Trong khi cùng khoảng thời gian đó, thị trường liên ngân hàng đã phát hành được trên 52.227 tỷ đồng (gấp 12 lần) và hệ thống kho bạc nhà nước trong năm 2003 đã huy động 2.000 tỷ đồng công trái giáo dục chỉ trong vòng hơn hai tuần rưỡi. Thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ qua sở giao dịch chứng khoán chưa thể hiện được năng lực chủ đạo của một kênh phát

Bảng kết quả đấu thầu trái phiếu chính phủ qua sở giao dịch chứng khoán

Năm phát hành	Loại hình TPCP	Giá trị mời thầu (tỷ đồng)	Giá trị đặt thầu (tỷ đồng)	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	LS trúng thầu BQ/năm	Số thành viên tham dự BQ/phiên
2000	I. TPCP do KBNN phát hành	9.900	7.099,7	3.446,7		
2001		1.300	1.863	600	6,55%	<5
2002		3.400	2.096	1.333	7,35%	1-2
2003		1.800	340	170	7,95%	1-2
2004		400	735	313	8,35%	5
2004	II. TPCP do QHTPT phát hành	3.000	2.065,7	1.030,7	8,45%	<2
2002		2.700	1.131	877		
2003		600	55	5	8,1%	<2
2004		400	275	210	9,4%	<2
2004		1.700	801	662	9,4%	>2
	Tổng cộng	12.600	8.230,7	4.323,7		

hàng trái phiếu chính phủ hiện đại. Sau gần 5 năm hoạt động, Thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ qua sổ giao dịch chứng khoán đã thể hiện những biến động không mang tính qui luật qua mỗi giai đoạn phát triển khác nhau của thị trường.

Giai đoạn 2000-2001

Giai đoạn 2000-2001 được xem là giai đoạn "Khởi động thị trường": Do thị trường chứng khoán mới đi vào hoạt động, việc phát hành trái phiếu cũng như tham gia đấu thầu còn mang tính nghiên cứu, thăm dò. Thị trường chứng khoán đã thực hiện được 17 phiên đấu thầu (có 5/17 phiên đấu thầu thất bại, chiếm tỷ lệ 29,41%). Hình thức đấu thầu áp dụng năm 2000 là "đấu thầu cạnh tranh lãi suất". Tuy nhiên, do hạn chế của hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất khó có kết quả trúng thầu nên sang năm 2001 hình thức đấu thầu được áp dụng kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh và không cạnh tranh lãi suất. Tổng giá trị trái phiếu gọi thầu năm 2000-2001 là 4.700 tỷ đồng; khối lượng đặt thầu của các thành viên lên đến 3.959 tỷ đồng chiếm 84,23%; kết quả trúng thầu đạt tỷ lệ 41,12% tức huy động được 1.933 tỷ đồng. Đây có thể xem là một kết quả tương đối thành công với một thị trường chứng khoán sơ khai như VN. Nhất là trong điều kiện phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán lần đầu tiên được áp dụng, không thể tránh khỏi những hạn chế trong quá trình thực hiện.

Trong hai phiên đấu thầu đầu tiên, số thành viên tham gia đạt con số kỷ lục trong hơn 4 năm hoạt động (9 thành viên / phiên), khối lượng trái phiếu đặt thầu cao hơn khối lượng mời thầu và tỷ lệ trúng thầu 100%. Nhiều nhà phân tích đã dự báo với kết quả bước đầu thành công rực rỡ này sẽ mở ra triển vọng phát triển vũ bão của thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ. Song, tại các phiên giao dịch tiếp theo "tính khả thi" của trái phiếu chính phủ đã suy giảm trầm trọng. Liên tục trong vòng 6 tháng đã có 5 phiên đấu thầu thất bại do không có kết quả trúng thầu hoặc không có thành viên tham gia đấu thầu. Các

phiên giao dịch tiếp theo, tình hình tuy có cải thiện đôi chút, nhưng số thành viên tham gia đấu thầu mỗi phiên giao dịch chỉ từ 1-2 thành viên; khối lượng đặt thầu, kết quả trúng thầu luôn thấp hơn so với khối lượng gọi thầu. Nhìn chung, đấu thầu trái phiếu chính phủ qua Sổ giao dịch chứng khoán giai đoạn 2000-2001 đã đem lại kết quả không như mong muốn. Kết quả không mấy khả quan này là do sự chi phối của một số nhân tố sau đây:

Một là: Thị trường chứng khoán vận hành trong điều kiện khung khổ pháp lý chưa đầy đủ và thiếu ổn định, chưa có một đạo luật hoàn chỉnh để chi phối hoạt động thị trường cũng như các mối quan hệ phát sinh trong quá trình vận hành. Hoạt động đấu thầu, giao dịch trái phiếu chính phủ trên thị trường chứng khoán chỉ được điều chỉnh bởi các văn bản dưới luật. Các văn bản pháp luật còn mang tính sự vụ, đối phó với những biến động tức thời, những thăng trầm của thị trường chứng khoán nên phải thường xuyên điều chỉnh, thiếu ổn định. Chưa thiết lập được khuôn khổ pháp lý hoàn chỉnh mang tính chiến lược làm cơ sở định hướng cho sự phát triển bền vững của thị trường. Đây chính là rào cản rất lớn đã hạn chế sự bùng nổ của các giao dịch trái phiếu chính phủ, tăng độ rủi ro của môi trường phát hành, giao dịch trái phiếu chính phủ trên thị trường chứng khoán, gây tâm lý bất ổn cho nhà đầu tư.

Hai là: Thị trường chứng khoán mới đi vào vận hành, đầu tư chứng khoán vẫn còn là lĩnh vực mới mẻ trong nền kinh tế. Mạng lưới kinh doanh, môi giới chứng khoán còn quá mỏng và chưa chuyên nghiệp. Thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ chưa có sự góp mặt của các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp như: công ty chứng khoán, quỹ đầu tư, hiệp hội kinh doanh chứng khoán do chưa có qui chế hoạt động hoặc thiếu vốn điều lệ. Các thành viên tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán phần lớn là các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm có tiềm lực tài chính mạnh. Các nhà đầu tư này nắm giữ trái phiếu

chính phủ đúng như một tài sản tài chính để cất trữ sinh lợi, không có nhu cầu phân phối, chuyển nhượng trái phiếu ra công chúng thông qua thị trường chứng khoán thứ cấp như các công ty chứng khoán. Đây là nguyên nhân đóng chặt cánh cửa phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp do khan hiếm hàng hóa. Một khi thị trường chuyển nhượng không hình thành tất yếu sẽ không tạo được động lực thúc đẩy sự phát triển bùng nổ của thị trường phát hành trái phiếu chính phủ.

Ba là: Cơ chế phát hành trái phiếu chính phủ tồn tại nhiều bất cập. Những thủ tục hàng chính trong phát hành, giao dịch, thanh toán trái phiếu chính phủ chưa thông thoáng. Rào cản hành chính đã góp phần làm chậm tốc độ thanh toán và giảm cường suất phát hành trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán. Cơ chế lãi suất chưa thực sự hấp dẫn nhà đầu tư. Lãi suất trái phiếu cố định suốt kỳ hạn trái phiếu không hòa nhịp với sự thăng trầm của lãi suất thị trường. Kết quả trúng thầu xác định bởi lãi suất lẫn khối lượng đặt dưới sự chi phối của lãi suất chỉ đạo nên các phiên đấu thầu khó có kết quả trúng thầu. Chưa xây dựng được qui chế cho hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán, hiệp hội đầu tư. Trách nhiệm và quyền hạn của các cơ quan tham gia, phối hợp, tổ chức đấu thầu trái phiếu chính phủ chưa qui định rõ ràng, gây nhiều trở ngại trong quá trình thực hiện. Qui định cho phép ngân hàng được chiết khấu trái phiếu chính phủ trước hạn và thị trường bán trái phiếu chính phủ trực tiếp qua hệ thống kho bạc nhà nước có ảnh hưởng xấu đến việc phát triển thị trường chuyển nhượng trái phiếu chính phủ. Bởi lẽ, khi có nhu cầu mua trái phiếu chính phủ các nhà đầu tư sẽ tìm đến kho bạc nhà nước hoặc khi có nhu cầu bán lại trái phiếu chính phủ nhà đầu tư sẽ giao dịch chiết khấu với hệ thống ngân hàng chứ không tham gia thị trường chứng khoán sơ cấp do e ngại về thủ tục, thông tin và chi phí giao dịch.

Giai đoạn 2002-2004

Được dự báo là giai đoạn "cùng

cổ và bùng nổ của thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ qua sổ giao dịch chứng khoán". Song, trên thực tế đây là thời kỳ tụt dốc của thị trường chứng khoán VN, gây ra những khó khăn nghiêm trọng cho thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ. Chính phủ đã nỗ lực đa dạng hóa chủ thể phát hành trái phiếu chính phủ bằng sự kiện cho ra đời loại trái phiếu chính phủ do Quỹ hỗ trợ phát triển làm chủ thể phát hành. Trái phiếu Quỹ hỗ trợ phát triển phát hành với mức lãi suất hấp dẫn nên kết quả đấu thầu trên thị trường chứng khoán ngày càng cải thiện. Tỷ lệ trúng thầu trái phiếu chính phủ do quỹ hỗ trợ phát triển phát hành từ 0,83% ở các phiên giao dịch đầu đã tăng lên 38,94% vào cuối năm 2004. Dù tổ chức ít phiên đấu thầu hơn so với trái phiếu do khoa bạc nhà nước phát hành, nhưng kết quả đấu thầu trái phiếu chính phủ do Quỹ hỗ trợ phát triển phát hành không thấp hơn nhiều so với trái phiếu khoa bạc nhà nước.

Do xuất hiện sự cạnh tranh nội bộ với trái phiếu Quỹ hỗ trợ phát triển nên kết quả trúng thầu trái phiếu khoa bạc nhà nước đã sụt giảm 21,69% so với giai đoạn 2000-2001; từ 1.933 tỷ đồng trúng thầu giảm xuống còn 1.513,7 tỷ đồng. Số thành viên được cấp giấy chứng nhận là thành viên tham gia đấu thầu đạt con số 26 thành viên. Song, số thành viên thực sự tham gia các phiên đấu thầu chỉ giao động bình quân từ khoảng 2 thành viên / phiên như ở giai đoạn đầu mở cửa thị trường. Điều này chứng tỏ sức hút của trái phiếu chính phủ đối với nhà đầu tư vẫn chưa được cải thiện rõ rệt, thậm chí còn có chiều hướng sa sút. Nhìn chung, thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ qua Sổ giao dịch chứng khoán 2002-2004 vẫn tiếp diễn với "kịch bản cũ": những phiên giao dịch không có thành viên tham gia hoặc không có kết quả trúng thầu (16 phiên đấu thầu thất bại; riêng 2002 có 14 phiên đấu thầu thì đã có tới 9 phiên đấu thầu thất bại). Tuy nhiên, đám mây đen che phủ bầu trời thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ đã tan dần, tình hình có phần sáng sủa hơn trong năm 2004. Năm 2004, các phiên đấu thầu trái phiếu

kho bạc nhà nước lẫn trái phiếu Quỹ hỗ trợ phát triển liên tục có kết quả trúng thầu, mặc dù khối lượng trúng thầu vẫn thấp hơn khối lượng mời thầu. Giai đoạn 2002-2004 có thể xem là giai đoạn khó khăn nhất của thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ qua sổ giao dịch chứng khoán. Mục tiêu củng cố thị trường tạo động lực cho sự phát triển bùng nổ của thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ đã không đạt được. Thực trạng này bắt nguồn từ các nguyên nhân:

Một là: Hành lang pháp lý vẫn chưa được củng cố, hoàn thiện. Qua gần 5 năm hoạt động, nhưng các nhà làm luật chưa ban hành luật chứng khoán để chi phối hoạt động giao dịch của thị trường, trong đó có hoạt động đấu thầu trái phiếu chính phủ. Thị trường khó có thể phát triển trong điều kiện thiếu luật chi phối các mối quan hệ và diễn biến phức tạp của thị trường. Thủ tục pháp lý về hành chính còn rườm rà, gây nhiều trở ngại cho việc ứng dụng công nghệ thông tin vào hoạt động đấu thầu. Đã có các văn bản pháp quy qui định cơ chế của công ty quản lý quỹ, quỹ đầu tư chứng khoán. Song, cơ chế này vẫn chưa thực sự thông thoáng và còn nhiều hạn chế. Mức vốn điều lệ tối thiểu qui định đối với quỹ thành viên là 5 tỷ đồng, chưa hứa hẹn hình thành nên các quỹ thành viên có vốn điều lệ lớn vài chục, vài trăm tỷ đồng để có đủ tiềm lực tài chính để tham gia đấu thầu.

Hai là: Hệ thống công nghệ thông tin giao dịch, thanh toán chưa được đầu tư đầy đủ, đồng bộ. Chưa xây dựng được một chương trình phần mềm thống nhất, hệ thống chương trình còn mang tính lắp ghép, rời rạc, dễ phát sinh sự cố trong giao dịch. Hệ thống này tạm thời chỉ đáp ứng được qui mô giao dịch, thanh toán nhỏ của thị trường hiện nay với tốc độ rất chậm ($T + 3$). Thị trường chưa được trang bị một hệ thống dự phòng rủi ro trong giao dịch, thanh toán điện tử. Một khi khối lượng niêm yết và các lệnh giao dịch, thanh toán gia tăng sẽ tạo ra một áp lực rất lớn đối với hệ thống giao dịch, thanh toán hiện nay. Mạng lưới thanh toán gốc, lãi trái phiếu chỉ tập trung tại một số trung

tâm thanh toán, các tổ chức lưu ký, khoa bạc nhà nước ở các tỉnh, thành phố. Chưa xây dựng được mạng lưới thanh toán phủ rộng trên phạm vi cả nước.

Ba là: Mức độ công khai hoá thông tin còn giới hạn, chưa rõ ràng, minh bạch. Nhà đầu tư không nắm bắt được trước kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ cả năm. Tình trạng thiếu hụt thông tin gây ra khó khăn cho việc hoạch định kế hoạch, phân phối vốn đầu tư hiệu quả. Các thông tin về tình hình sử dụng vốn huy động từ trái phiếu chính phủ cũng như việc đánh giá hiệu quả về mặt kinh tế-xã hội chưa bao giờ được công khai đầy đủ ra công chúng. Chưa khai thác hiệu quả của các phương tiện thông tin đại chúng để tuyên truyền, phổ cập kiến thức về trái phiếu chính phủ và lợi ích của đầu tư trái phiếu chính phủ, tư vấn đầu tư trái phiếu chính phủ cho công chúng qua đó quảng bá thương hiệu trái phiếu chính phủ.

Bốn là: Môi trường kinh tế diễn biến phức tạp gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động của thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ. Đầu tiên là sự bùng nổ của các giao dịch bất động sản, những cơn sốt nhà đất và món lợi nhuận khổng lồ từ đầu tư địa ốc đã trở thành nhân tố cạnh tranh về vốn dữ dội với thị trường chứng khoán. Tiếp theo là biến động giá vàng thế giới và VN, giá vàng tăng nhanh chóng và đạt mức kỷ lục trong lịch sử VN vào năm 2004 đã gây sức ép buộc nhà đầu tư chứng khoán phải chuyển dịch cơ cấu vốn đầu tư để đề phòng rủi ro. Chỉ số tiêu dùng tăng cao và đạt mức 9,5% năm 2004 gần đến mức 02 con số. Dù lãi suất trái phiếu chính phủ được thả nổi theo lãi suất thị trường. Nhưng việc chỉ số tiêu dùng tăng liên tục và chưa có dấu hiệu được kiềm chế gây tâm lý hoang mang trong công chúng và nhà đầu tư khi nắm giữ chứng khoán.

Các giải pháp

Để cải thiện thực trạng yếu kém và nâng cao năng lực đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán trong tương lai. Nhà nước cần triển khai các giải pháp chiến lược nhằm qui hoạch và định hướng cho sự

phát triển bền vững của thị trường đầu thầu trái phiếu qua thị trường chứng khoán trên cơ sở tập trung giải quyết một số vấn đề sau:

1. Quốc hội phải gấp rút thông qua dự thảo Luật chứng khoán để đưa vào vận dụng. Đạo luật này phải giành riêng một số chương để xây dựng các qui chế riêng biệt về trái phiếu chính phủ. Trái phiếu chính phủ phải được định dạng là loại chứng khoán đặc biệt, chịu sự chi phối của Luật chứng khoán. Những qui định pháp luật về trái phiếu chính phủ cần được xây dựng đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và ổn định để tạo hàng lang pháp lý định hướng cho sự phát triển bền vững của thị trường đầu thầu trái phiếu chính phủ trong tương lai. Thực hiện chương trình cải cách sâu, rộng các qui định pháp lý về thủ tục hành chính tạo điều kiện cho việc ứng dụng công nghệ tin học vào hoạt động thị trường. Đưa qui chế hoạt động quỹ đầu tư chứng khoán, công ty quản lý quỹ vào Luật chứng khoán trên cơ sở đã hoàn thiện, sửa đổi các nội dung còn hạn chế. Loại hình chứng chỉ quỹ đầu tư còn khá mới mẻ với công chúng. Nhà nước cần có cơ chế, chính sách hỗ trợ thiết thực tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động của quỹ, khuyến khích các quỹ đầu tư chứng khoán huy động nguồn vốn tiềm năng trong công chúng, tập trung tiềm lực chuyên nghiệp hóa hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán. Xác lập khuôn khổ pháp lý cho chữ ký điện tử để làm cơ sở cho việc ứng dụng giao dịch, thanh toán điện tử nhằm cải tiến tốc độ thanh toán của thị trường.

2. Đẩy mạnh chương trình hiện đại hoá hạ tầng cơ sở, nâng cấp hệ thống công nghệ thông tin giao dịch, thanh toán trái phiếu chính phủ nói riêng và các loại chứng khoán khác nói chung. Tăng cường đầu tư cơ sở vật chất hiện đại và nhân lực điều hành cho các sở giao dịch chứng khoán. Bước đầu, củng cố mạng lưới sở giao dịch chứng khoán, tổ chức lưu ký, trung tâm thanh toán trái phiếu chính phủ tại các tỉnh, thành phố. Từng bước mở rộng, phát triển mạng lưới này ra phạm vi toàn quốc để cung cấp các tiện ích tối ưu cho nhà đầu tư trong việc thanh toán, giao dịch trái

phiếu chính phủ. Lựa chọn công nghệ thanh toán hiện đại nhằm khai thác và phát huy tối đa hiệu quả của thanh toán, giao dịch điện tử. Tăng cường các giao dịch trực tuyến để giảm thời gian, tốc độ thanh toán, giao dịch trái phiếu chính phủ. Thiết lập hệ thống an ninh mạng dự phòng các sự cố trong giao dịch, thanh toán điện tử và bảo mật thông tin. Tăng cường hợp tác quốc tế, tranh thủ tối đa sự hỗ trợ, tài trợ từ các chương trình, dự án quốc tế của các chính phủ, tổ chức quốc tế để hiện đại hóa mạng lưới công nghệ thông tin trong giao dịch, thanh toán chứng khoán. Từng bước hội nhập với hệ thống công nghệ giao dịch, thanh toán chứng khoán quốc tế.

3. Tích cực thực hiện công khai hoá thông tin, khắc phục tình trạng bưng bít thông tin hoặc công khai mang tính chất hình thức. Đầu tư chứng khoán là một hoạt động kinh doanh mạo hiểm có tính toán. Độ tin cậy của thông tin chính là cơ sở để các nhà đầu tư ra quyết định đầu tư và là yếu tố quyết định thành công hay thất bại của danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro đầu tư. "Công khai hoá thông tin" là một điều khoản bắt buộc đối với mọi chủ thể phát hành chứng khoán, ngay cả chính phủ cũng không có ngoại lệ. Đầu năm, Chính phủ phải công khai trước về kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ trong năm về: thời điểm phát hành; khối lượng, lãi suất dự kiến, đối tượng tham gia... Cuối năm, phải công khai báo cáo tổng hợp, chi tiết về tình hình sử dụng vốn huy động từ trái phiếu chính phủ, bảng phân tích, đánh giá hiệu quả của các chỉ tiêu kinh tế - xã hội mang lại từ việc sử dụng vốn ra công chúng. Bên cạnh việc công khai hoá thông tin, nhà nước đi đầu trong công tác cung cấp các kiến thức, thông tin pháp luật qua việc tuyên truyền, đào tạo kiến thức về trái phiếu chính phủ cho công chúng. Nâng cao nhận thức trong công chúng về tầm quan trọng và tính hữu ích của việc đầu tư trái phiếu chính phủ. Quảng bá, xây dựng thương hiệu trái phiếu chính phủ trên thị trường chứng khoán.

4. Tiêu chuẩn hoá các điều khoản về trái phiếu chính phủ tiến tới chuẩn hoá trái phiếu chính phủ. Đối

tượng đầu tư trái phiếu chính phủ phải được mở rộng ra mọi thành phần, mọi tầng lớp công chúng trong lẫn ngoài nước nhằm tăng sức mua trái phiếu chính phủ. 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 hoá lợi ích của nhà đầu tư trên cơ sở dung hoà với lợi ích của nhà nước (Mức lãi suất danh nghĩa sẽ được loại trừ chỉ số lạm phát qua từng năm, luôn cam kết mức lãi suất thực dương cho người mua trái phiếu). Ngược lại, trong điều kiện thiếu phát mức lãi suất vẫn được cam kết giữ nguyên). Hoàn thiện qui trình thanh toán, chi trả trái phiếu chính phủ tạo điều kiện thuận lợi tối đa cho người mua trái phiếu. Chỉ duy trì hai kênh phát hành trái phiếu chính phủ ra công chúng: đầu thầu qua thị trường chứng khoán (dài hạn), đầu thầu qua thị trường ngân hàng (ngắn hạn) tập trung khai thác thế mạnh của hai kênh phát hành hiện đại này. Bãi bỏ cơ chế chiết khấu trái phiếu chính phủ trước hạn để buộc nhà đầu tư phải giao dịch mua bán trái phiếu chính phủ trên thị trường chứng khoán sơ cấp tạo điều kiện phát triển mảng thị trường này. Đa dạng hoá các hình thức trái phiếu chính phủ, bên cạnh các loại hình trái phiếu truyền thống triển khai các loại hình trái phiếu hiện đại: trái phiếu đa thời hạn, trái phiếu thanh toán từng phần, trái phiếu option. Đa dạng hóa chủ thể phát hành trái phiếu chính phủ.

5. Ổn định môi trường kinh tế, hạn chế các nhân tố có ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường trái phiếu chính phủ. Trên cơ sở luật đất đai sửa đổi, bổ sung cơ quan quản lý nhà nước phải tăng cường quản lý chặt chẽ nhằm bình ổn thị trường bất động sản, định hướng cho sự phát triển lành mạnh, ổn định của thị trường, hạn chế những cú sốc gây ảnh hưởng đến thị trường đầu thầu trái phiếu chính phủ. Ngân hàng Nhà nước vận dụng các công cụ tài chính can thiệp kịp thời nhằm thực thi các chính sách tài chính - tiền tệ để ổn định giá vàng, kiểm chế lạm phát tạo môi trường đầu tư thuận lợi cho các nhà đầu tư trái phiếu chính phủ ■