

Phân tích huy động nguồn vốn trái phiếu chính quyền địa phương Thành phố Hồ Chí Minh và các gợi ý chính sách

Dương Thị Bình Minh

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
dbminh@ueh.edu.vn

Vũ Thị Minh Hằng

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
vuhangngoc16@yahoo.com.vn

Diệp Gia Luật

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
gialuat@ueh.edu.vn

Nguyễn Thị Mỹ Linh

Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM
mylinhdhcn@yahoo.com.vn

Phùng Thị Cẩm Tú

Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM
phungcamtu@yahoo.com

Đào Thị Minh Huyền

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
minhhuyen@ueh.edu.vn

Ngày nhận: 10/05/2013
Ngày nhận lại: 04/06/2013
Ngày duyệt đăng: 15/06/2013
Mã số: 05-13-PF-10

Tóm tắt

Nguồn vốn trong các khu vực kinh tế và dân cư còn nhiều tiềm năng. Bằng việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương (TPCQDP) TP.HCM cho phép huy động và khai thác nguồn vốn này đưa vào phát triển kinh tế xã hội, phát triển cơ sở hạ tầng (CSHT). Việc xác định nhu cầu vốn, khả năng huy động vốn TPCQDP TP.HCM có hiệu quả phụ thuộc rất lớn vào kỹ thuật huy động vốn trái phiếu. Những nội dung này luôn là vấn đề mang tính thời sự và cần thiết. Bài viết đã phân tích, đánh giá về kỹ thuật và hiệu quả phát hành TPCQDP TP.HCM và đề xuất những giải pháp để hoàn thiện cơ chế về mặt kỹ thuật phát hành nhằm tăng cường huy động nguồn vốn này phù hợp với các điều kiện cụ thể của TP.HCM vào phát triển CSHT.

Từ khóa: Huy động nguồn vốn, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu đô thị, TP.HCM.

Abstract

Sources of capital held by the public and economic sectors offered great potential. Municipal bonds issued by HCMC government helps mobilize these sources of funds for socioeconomic and infrastructure development. The determination of demands for funds and ability to efficiently raise them greatly depended on technique in administering bond funds, and this was always considered a topical and worth-discussing issue. This paper performed an analysis, carried out evaluation on methods and effects concerning the issue of the local government bonds, and proposed solutions to improve technical mechanisms meeting specific conditions of the city and facilitating the process of raising them for infrastructure development.

Keywords: Fund raising, local bond, municipal bond, Hồ Chí Minh City

1. Giới thiệu

Việc thu hút các nguồn vốn đầu tư đã mang lại nhiều hiệu ứng tích cực đối với sự phát triển kinh tế của TP.HCM, cụ thể là đã đóng góp vào: tỉ lệ tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng xuất khẩu; đóng góp cho nguồn thu ngân sách nhà nước (NSNN) trên địa bàn; hình thành nên các khu công nghiệp và khu chế xuất tập trung - cửa ngõ thông ra bên ngoài của TP.HCM. Huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM cho phát triển CSHT đã được vận dụng tại TP.HCM trong thời gian qua. Tuy nhiên, việc vận dụng tại TP.HCM chưa thường xuyên, thêm vào đó, luật pháp, chính sách và cơ chế huy động nguồn vốn này còn nhiều khiếm khuyết. Chính quyền TP.HCM chưa có được chiến lược và kế hoạch tổng thể trong việc huy động, khai thác và sử dụng nguồn vốn này một cách có hiệu quả vào phát triển CSHT. Do vậy việc nghiên cứu để hoàn thiện cơ chế và xây dựng các chiến lược, kế hoạch dài hạn về huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM vào phát triển CSHT là cần thiết. Bài báo tập trung chủ yếu vào phân tích, đánh giá huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM vào đầu tư và đề xuất các giải pháp, biện pháp hoàn thiện cơ chế huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM một cách có hiệu quả cho đầu tư phát triển CSHT nhằm thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội trên địa bàn TP.HCM.

2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Bài báo thu thập số liệu thứ cấp trên cơ sở các nguồn thông kê tin cậy từ: Niên giám thống kê, Cục Thống kê TP.HCM, Sở Kế hoạch & Đầu tư TP.HCM, Sở Tài chính TP.HCM, Quỹ Đầu tư tài chính nhà nước TP.HCM, Ủy ban Nhân dân (UBND) TP.HCM và số liệu từ các cơ quan nhà nước có liên quan.

Các phương pháp chủ yếu như: thống kê, phân tích định tính, và tổng hợp được phối hợp trong nghiên cứu để đánh giá huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM cho đầu tư và đề xuất các kiến nghị.

3. Huy động nguồn vốn trái phiếu chính quyền địa phương

3.1. Trái phiếu chính quyền địa phương

TPCQĐP là một công cụ nợ trên thị trường tài chính, xác nhận nghĩa vụ của nhà phát hành về việc trả một khoản nợ gốc tiền vay với số tiền lãi vào một ngày xác định.

Trái phiếu nói chung và TPCQĐP nói riêng đều có mệnh giá, thể hiện sự cam kết của nhà phát hành sẽ trả tiền cho người sở hữu trái phiếu vào ngày đáo hạn và được hưởng một mức lãi nhất định. Khoản lãi này được thanh toán theo định kỳ và được xác định trước khi phát hành.

Trên thị trường tài chính về cơ bản có 2 loại TPCQĐP: trái phiếu nợ chung (TPNC) và trái phiếu thu nhập (TPTN). TPCQĐP đảm bảo các đặc điểm cơ bản của một chứng khoán nợ được niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán (TTCK).

- Đặc điểm về chủ thể phát hành: Chủ thể phát hành là UBND tỉnh/thành phố trực thuộc Trung ương phát hành

- Đặc điểm về kỳ hạn phát hành: TPCQĐP có kỳ hạn từ 1 năm trở lên. Kỳ hạn cụ thể do UBND cấp tỉnh quyết định, phù hợp với nhu cầu sử dụng vốn và điều kiện thị trường.

- Đặc điểm về quyền của người sở hữu TPCQĐP: Khoản nợ được UBND cấp tỉnh, thành phố đảm bảo thanh toán đầy đủ, đúng hạn vốn gốc và lãi khi trái phiếu đến hạn. TPCQĐP có thể được dùng để bán, tặng, cho, thừa kế, cầm cố và chiết khấu.

- Đặc điểm về lãi suất TPCQĐP: Lãi suất TPCQĐP do chủ thể phát hành quyết định cho từng đợt phát hành. Trái phiếu được phát hành theo lãi suất cố định, lãi suất thả nổi và lãi suất chiết khấu theo phương án phát hành được cấp có thẩm quyền phê duyệt.

- Đặc điểm về nguồn vốn thanh toán: Nguồn vốn thanh toán lãi và vốn gốc TPCQĐP là từ ngân sách cấp tỉnh hoặc từ nguồn thu của các công trình đầu tư từ TPCQĐP.

Do đặc điểm và nguồn tài chính đảm bảo khả năng thanh toán của TPCQĐP so với các loại trái phiếu khác trên thị trường nên TPCQĐP có mức độ an toàn cao.

3.2. Huy động nguồn vốn

TPCQĐP là công cụ huy động vốn cho đầu tư phát triển kinh tế - xã hội của địa phương, đặc biệt là CSHT. Vì vậy, việc xác định nhu cầu vốn để huy động qua phát hành trái phiếu phải dựa trên các yếu tố cơ bản sau:

- Mục tiêu, nhiệm vụ kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của địa phương trong năm và trong kế hoạch trung dài hạn;

- Tốc độ tăng trưởng kinh tế;

- Nhu cầu tổng vốn đầu tư phát triển địa phương;

- Chỉ số việc làm; thất nghiệp; giao thông công cộng và các chỉ số cải thiện an sinh xã hội khác;

- Chuyển dịch cơ cấu kinh tế, đổi mới công nghệ, phát triển nguồn nhân lực địa phương...

Việc xác định quy mô vốn huy động qua TPCQĐP còn tùy thuộc vào từng loại trái phiếu là TPNC hay TPTN.

TPCQĐP được giao dịch và thực hiện trên TTCK tập trung. Để đảm bảo lợi ích, uy tín cho chủ thể phát hành, tăng tính hấp dẫn, tính an toàn của TPCQĐP, và bảo vệ các nhà đầu tư thì TPCQĐP cần thực hiện xác định hệ số tín nhiệm. Xếp hạng tín nhiệm TPCQĐP được dựa trên cơ sở phân tích các yếu tố cơ bản sau:

(1) Khuôn khổ pháp lý và phân cấp quản lý nhà nước;

(2) Tiềm lực kinh tế của địa phương;

(3) Năng lực quản lý, điều hành của chính quyền địa phương;

(4) Tình hình ngân sách, chính sách tài khóa linh hoạt của địa phương;

(5) Tình hình nợ, khả năng thanh toán, mức nợ công địa phương; và

(6) Nguồn tài trợ, bổ sung đặc biệt.

Trong đó, năm yếu tố đầu xác định hệ số tín nhiệm độc lập của chính quyền địa phương. Riêng yếu tố cuối cùng, đánh giá khả năng trong trường hợp địa phương rơi vào tình trạng căng thẳng tài chính hoặc mất khả năng thanh toán, thì sẽ được nhận các khoản hỗ trợ đặc biệt từ chính quyền trung ương để ngăn chặn tình trạng vỡ nợ, mất khả năng thanh toán.

TPCQĐP có thể vận dụng linh hoạt các phương thức phát hành như: Phương thức bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành, phát hành qua Sở Giao dịch Chứng khoán (SGDCK) dưới hình thức đấu thầu, bán lẻ qua các tổ chức tài chính. Lãi suất TPCQĐP xác định dựa trên cơ sở lãi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) cùng kỳ hạn, mặt bằng lãi suất ngân hàng hoặc lãi suất thị trường qua đấu thầu cạnh tranh. Nguồn vốn thanh toán vốn gốc và lãi của TPCQĐP được lấy từ nguồn thu

thuế và phí chung của ngân sách chính quyền địa phương cấp tỉnh, thành phố đối với TPNC và từ thu nhập trực tiếp khai thác dự án đầu tư đã đưa vào sử dụng dưới hình thức phí đối với TPTN. Phương thức thanh toán, có thể lựa chọn một trong các phương thức hoặc kết hợp các phương thức sau: (1) Trả gốc – phương thức hoàn trả một lần khi đáo hạn hoặc trả từng phần theo định kỳ hàng năm hoặc một kỳ thích hợp theo tình hình cụ thể của công trình hay kết dư NSNN, các phương thức này phải được xác định và thông báo trong các đợt phát hành; và (2) Trả lãi trái phiếu – phương thức được thanh toán sau theo định kỳ tùy theo loại TPCQDP phát hành.

4. Kinh nghiệm của các nước về phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Các quốc gia phát triển trên thế giới đã rất thành công trong việc phát hành TPCQDP để đầu tư xây dựng và phát triển hệ thống CSHT. Yếu tố quan trọng giúp các nước phát triển thành công trong thị trường TPCQDP là do hệ thống pháp luật tương đối hoàn chỉnh, phù hợp đã tạo điều kiện thuận lợi phát triển một thị trường tài chính lành mạnh, đảm bảo được quyền lợi của cả chính quyền địa phương lẫn nhà đầu tư.

Đối với các nước đang phát triển, hình thức huy động vốn này gặp trở ngại khá lớn vì nguồn lực tài chính, năng lực tín dụng địa phương chưa phát triển; trình độ, kinh nghiệm và kỹ năng quản lý của địa phương còn nhiều hạn chế... Bên cạnh đó, hệ thống pháp luật tài chính và khung pháp lý cho thị trường trái phiếu ở những nước này chưa được xây dựng hoàn chỉnh. Do vậy, để phát triển thị trường này một cách bền vững, kinh nghiệm các nước cho thấy:

- Một là, cần ban hành và hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường TPCQDP: Luật NSNN, pháp luật chứng khoán, luật thuế... Vì vậy, một hệ thống pháp lý hợp lý, rõ ràng, có tính khả thi cao là yếu tố quan trọng hàng đầu mang tính quyết định cho sự hình thành và phát triển của thị trường TPCQDP.

- Hai là, phát triển thị trường tài chính: Cần có chính sách phát triển các tổ chức trung gian tham gia vào thị trường trái phiếu cũng như cung cấp các dịch vụ tư vấn và giúp các nhà đầu tư ra các quyết định đầu tư. Đồng thời tạo điều kiện khuyến khích thị trường trái phiếu thứ cấp phát triển, tăng tính thanh khoản cho trái phiếu, đặc biệt TPCQDP.

- Ba là, nâng cao tín nhiệm cho TPCQDP: Chính quyền địa phương cần thực hiện các cam kết đảm bảo thanh toán nợ khi trái phiếu đến hạn như bảo hiểm trái phiếu, bảo lãnh từ trung ương... nhằm nâng cao mức độ tín nhiệm cho trái phiếu chính quyền địa phương.

- Bốn là, vấn đề về phân cấp tài chính.

- Năm là, chính sách thuế thu nhập phù hợp.

- Sáu là, minh bạch thông tin: Xây dựng những tiêu chuẩn về công khai hóa các thông tin, tạo điều kiện cho các nhà đầu tư tiếp cận thông tin đáng tin cậy.

5. Phân tích huy động nguồn vốn trái phiếu chính quyền địa phương TP.HCM.

5.1. Phân tích thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, nhu cầu và quy mô đầu tư

Đầu năm 1994, UBND TP.HCM đề xuất Bộ Tài chính cho phép phát hành TPCQDP (mang tính thí điểm) để tài trợ cho dự án đường Nguyễn Tất Thành. Tổng vốn đầu tư của dự án là 41,8 tỉ đồng, trong đó 30 tỉ đồng được huy động dưới hình thức trái phiếu đô thị (TPĐT). Trái phiếu có lãi suất 15%/năm, kỳ hạn 3 năm và được bảo đảm bằng ngân sách TP.HCM

Sau khi Nghị định 93/2001/NĐ-CP ngày 12/12/2001 về phân cấp quản lý một số lĩnh vực cho TP.HCM được ban hành vào năm 2001, trong đó cho phép TP.HCM được huy động vốn thông qua phát hành TPCQĐP, quy mô nguồn vốn phát hành, nhu cầu vốn đầu tư và nguồn thu NSNN TP.HCM trong giai đoạn 2003-2007 (Bảng 1) diễn biến như sau:

Trong năm 2003, TP.HCM phát hành 2.000 tỉ đồng loại TPĐT kỳ hạn 2 năm và 5 năm, thực tế huy động được 1.500 tỉ đồng và được các định chế tài chính, ngân hàng mua trái phiếu. Việc phát hành bán lẻ TPĐT được thông qua Công ty cổ phần chứng khoán TP.HCM (bảo lãnh phát hành và đại lý phát hành), hệ thống của Kho bạc Nhà nước, các ngân hàng thương mại (NHTM), Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện... Thông qua 2 đợt phát hành TPĐT áp dụng mức lãi suất 8,52%/năm đối với kỳ hạn 2 năm và 9,00%/năm đối với kỳ hạn 5 năm đã thu hút được các nhà đầu tư.

Năm 2004, tổng số tiền huy động là 2.000 tỉ đồng. Trong đó loại kỳ hạn 5 năm chiếm tỉ lệ 80%, tương đương 1.600 tỉ đồng, loại kỳ hạn 10 năm chiếm 20%, tương đương 400 tỉ đồng. Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM đã xây dựng phương án phát hành TPĐT.

Năm 2005 (tháng 4/2005), phát hành trái phiếu kỳ hạn 5 năm, với mức lãi suất 8,95%/năm và 9,45%.

Vào năm 2006 UBND TP.HCM đã phát hành TPCQĐP thông qua Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM. Trái phiếu có mệnh giá 100.000 đồng, kỳ hạn 10 năm và 15 năm, lãi suất của trái phiếu là 9,25%/năm và 9,55%/năm. Chủ thể phát hành cũng chú ý đến việc gia tăng tính thanh khoản của TPCQĐP để thu hút rộng rãi các nhà đầu tư. Mặc dù vậy, mức giao dịch của TPCQĐP là hầu như không đáng kể, thiếu sôi động, không thu hút được các nhà đầu tư nên nhu cầu về nguồn vốn đầu tư phát triển cho TP.HCM bị thiếu hụt.

Năm 2007, ba loại TPCQĐP phát hành với lãi suất khá thấp 7,8% cho kỳ hạn 5 năm; 8,5% cho kỳ hạn 10 năm, và 8,8% cho kỳ hạn 15 năm được phát hành với cùng mệnh giá 100.000 đồng. Do lãi suất thấp nên trong phiên đấu thầu trái phiếu các nhà đầu tư không mua trái phiếu kỳ hạn 5 năm mà chỉ mua trái phiếu kỳ hạn 10 và 15 năm.

**Bảng 1. Quy mô nguồn vốn phát hành, nhu cầu vốn đầu tư
và nguồn thu NSNN TP.HCM từ năm 2003-2007**

ĐVT: Tỉ đồng

Năm	Thu NSNN TP.HCM	Nhu cầu vốn đầu tư phát triển	Nhu cầu vốn đầu tư từ NSNN	Nguồn vốn đầu tư		
				NSNN cân đối	Phát hành trái phiếu	Khác
2003	42.456	35.500	10.000	3.500	2.000	4.500
2004	47.457	40.500	10.000	2.750	2.000	5.250
2005	54.354	53.000	11.500	4.400	2.000	5.100
2006	67.254	62.000	12.500	4.700	2.000	5.800
2007	77.959	74.500	13.000	3.000	2.000	8.000

Nguồn: Website Bộ Tài chính, Website Sở Tài chính TP.HCM, Phương án phát hành trái phiếu đô thị

Năm 2009 là năm đầu tiên TP.HCM phát hành TPĐT cho các công trình có nguồn thu, cụ thể là cho dự án Khu đô thị mới Thủ Thiêm với kế hoạch phát hành là 4.000 tỉ đồng. Thực tế, trái phiếu phát hành đạt 1.540 tỉ đồng với loại kỳ hạn 3 năm và 5 năm theo phương thức bảo lãnh, lãi suất 10,4%/năm (Bảng 2). Đa số các đơn vị tham gia bảo lãnh phát hành là NHTM cổ phần. Tuy nhiên, kết quả huy động vốn từ phát hành TPCQĐP cho dự án có nguồn thu đã không đạt được như kế hoạch. Các phiên đấu thầu tại SGDCK Hà Nội chỉ có một phiên trúng thầu đạt 0,6% so với kế hoạch, mức lãi suất dự thầu của các nhà đầu tư tăng nhiều so với mức lãi suất trần.

Thực tế qua gần 10 năm phát hành TPCQĐP cho thấy thị trường TPCQĐP không sôi động, mức độ phát triển rất hạn chế. Giao dịch TPCQĐP trên TTCK chưa được nhà phát hành quan tâm, nguồn vốn huy động từ trái phiếu rất ít so với tổng nhu cầu vốn xây dựng CSHT và không thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư (do thời hạn dài và lãi suất trần thấp). Trong từng đợt phát hành TPCQĐP, UBND TP.HCM giao Sở Tài chính và Quỹ đầu tư phát triển đô thị - HIFU (nay là Công ty đầu tư tài chính nhà nước - HFIC) cùng với các Sở, ban, ngành vận động, thuyết phục các tổ chức tài chính và NHTM mua ủng hộ.

Bảng 2. Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương TP.HCM

ĐVT: Tỉ đồng

Năm	2 năm		3 năm		5 năm		10 năm		15 năm		Tổng giá trị
	Giá trị	Lãi suất (*)	Giá trị	Lãi suất (*)	Giá trị	Lãi suất (*)	Giá trị	Lãi suất (*)	Giá trị	Lãi suất (*)	
2003	200	8,52%			1.800	9%					2.000
2004					1.600	8,5%-8,7%	400	9%			2.000
2005					1.035	9%-9,05%			965	9,55%	2.000
2006					850	8,8%-9,05%	525	9,15%-9,25%	625	9,25%-9,55%	2.000
2007					756	8,50%	742		502		2.000
2008											
2009			1.540	10,4 %							1.540
2010											
2011											
Tổng	200		1.540		6.041		1.667		2.092		11.540

Nguồn: Sở Tài chính TP.HCM, (*) %/năm

5.2. Về xác định định mức tín nhiệm

TPĐT TP.HCM từ khi phát hành năm 2003 cho đến nay chưa được xác định hạng mức tín nhiệm thông qua tính toán và phân tích các chỉ tiêu tài chính kinh tế của một công ty định mức tín nhiệm độc lập thực hiện ở trong nước (chưa có công ty này) cũng như ngoài nước. Thực tế các đợt phát hành TPĐT từ 2003 đến nay, việc xác định hạng mức tín nhiệm trái phiếu chỉ được xác định dựa trên các cơ sở sau:

- Tiềm lực kinh tế và nguồn thu ngân sách thành phố

TPĐT phát hành là TPNC được đảm bảo chi trả bằng nguồn ngân sách địa phương, do vậy, đặt trong mối tương quan tiềm lực kinh tế và nguồn thu của ngân sách TP.HCM thì khả năng thanh toán nợ trái phiếu là rất cao. Trong khi đó, từ năm 2003 đến nay quy mô vốn huy động qua các đợt phát hành còn quá nhỏ, cho nên, dù TPĐT TP.HCM chưa được đánh giá tín nhiệm nhưng vẫn tạo được niềm tin đối với các nhà đầu tư.

- Tính thanh khoản của trái phiếu

TPĐT TP.HCM được giao dịch trên thị trường tài chính. Đối các nhà đầu tư có tổ chức như NHTM, công ty tài chính, công ty bảo hiểm... TPĐT được lựa chọn là danh mục đầu tư vừa tìm kiếm lợi nhuận nhưng cũng giải quyết được nhu cầu thanh khoản khi khan hiếm tiền mặt. Các đợt phát hành từ năm 2005-2007, với lợi thế này cho nên cho dù tình hình TTCK biến động không có lợi cho phát hành trái phiếu nhưng TPĐT TP.HCM vẫn phát hành thành công và khách hàng chủ yếu trong các đợt phát hành này là các định chế tài chính, ngân hàng.

5.3. Về các phương thức phát hành

Việc phát hành TPĐT TP.HCM được thực hiện dựa trên khuôn khổ pháp lý quy định của Nhà nước, các phương thức phát hành TPCQĐP TP.HCM áp dụng từ năm 2003 đến nay bao gồm:

- Phương thức bảo lãnh phát hành và đại lý phát hành: Với phương thức bảo lãnh phát hành và đại lý phát hành thông qua các công ty chứng khoán, các NHTM và các tổ chức tín dụng có chức năng theo luật định. Đây là phương thức được vận dụng chủ yếu trong các đợt phát hành từ năm 2003 đến năm 2007 của TPĐT TP.HCM. Phương thức này đảm bảo được về số lượng mệnh giá trái phiếu phát hành, tiết kiệm được thời gian và chi phí. Đặc biệt là trong những năm 2007, 2009, khi tình hình TTCK có nhiều diễn biến phức tạp, TPĐT không còn hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, Chính quyền TP.HCM đã thông qua bảo lãnh phát hành với sự tham gia của các NHTM để có thể huy động được lượng vốn trái phiếu cho đầu tư theo kế hoạch đề ra.

- Phương thức đấu thầu qua SGDCK: Áp dụng theo hình thức đấu thầu từng đợt, với các hình thức cạnh tranh và đấu thầu không cạnh tranh qua SGDCK, có giá bán ngang bằng mệnh giá.

- Phương thức bán lẻ: Phương thức này chỉ được áp dụng cho loại trái phiếu kỳ hạn 2 năm trong đợt phát hành năm 2003.

Tóm lại, trong tổng lượng trái phiếu phát hành từ năm 2003 đến 2005 thì trái phiếu được phát hành theo phương thức bảo lãnh phát hành là 71%, đấu thầu qua SGDCK chiếm 7%, bán lẻ qua Công ty cổ phần chứng khoán TP.HCM với tổng giá trị là 1.050 tỉ đồng chiếm 22% trên tổng giá trị trái phiếu đã phát hành.

Từ năm 2006, tình hình TTCK có nhiều chuyển biến phức tạp, đặc biệt là thị trường cổ phiếu đã làm cho các đợt đấu thầu TPĐT không có nhà đầu tư tham gia hoặc số lượng tham gia rất ít. Để đảm bảo các đợt thành công, đơn vị phát hành áp dụng phương thức chủ yếu là bảo lãnh và hướng vào đối tượng nhà đầu tư chính là các định chế tài chính, ngân hàng. Qua 4 năm phát hành, với tổng giá trị huy động 6.840 tỉ đồng, thì bảo lãnh là 5.756 tỉ đồng chiếm 81,5%, đấu thầu là 1.084 tỉ đồng chiếm 18,5% (Bảng 3).

Bảng 3. Các phương thức phát hành từ 2006-2012**ĐVT: Tỷ đồng**

Năm	Bán lẻ	Bảo lãnh	Đấu thầu
2006	-	2.000	-
2007	-	916	1.084
2009	-	1.540	-
2012	-	3.300	-
Tổng cộng	-	5.756	1.084

Nguồn: Báo cáo Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM (HIFU)

5.4. Về lãi suất huy động nguồn vốn

Nguyên tắc xác định lãi suất dựa trên căn cứ mức lãi suất của TPCP cùng thời hạn và thời kỳ, cộng thêm một khoản chênh lệch do mức độ an toàn của TPCP cao hơn TPCQĐP (0,06% tương ứng với mỗi một năm kỳ hạn). Trường hợp đấu thầu thì lãi suất được hình thành theo kết quả đấu thầu trong phạm vi mặt bằng lãi suất thực tế của TPCP cùng kỳ hạn tại thời điểm phát hành cộng với biên độ do Bộ trưởng Bộ tài chính quyết định.

Bảng 4. Số lượng TPĐT TP.HCM và lãi suất áp dụng từ 2003-2007**ĐVT: Tỷ đồng**

Loại	2 năm		5 năm		10 năm		15 năm		Tổng giá trị
	Số lượng	Lãi suất(*)	Số lượng	Lãi suất(*)	Số lượng	Lãi suất(*)	Số lượng	Lãi suất(*)	
2003	200	8,52	1.800	9,0	-	-	-	-	2.000
2004	-	-	1.600	8,5 - 8,75	400	9,0	-	-	2.000
2005	-	-	1.035	8,9-9,15	-	-	965	9,4 -9,65	2.000
2006	-	-	850	9,0	525	9,25	625	9,55	2.000
2007	-	-	756	7,8 - 8,5	742	7,9 - 8,8	502	8,25 - 9,0	2.000
Tổng	200		6.041		1.667		2.092		10.000

Nguồn: Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM (HIFU); (*) %/năm

Trong năm 2009, TP.HCM phát hành TPĐT để tài trợ cho dự án khu đô thị mới Thủ Thiêm. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành là 4.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, do tình hình kinh tế có nhiều biến động phức tạp cho nên TP.HCM chỉ tiến hành được 5 đợt phát hành gồm 3 đợt bảo lãnh và 2 đợt đấu thầu với kết quả chỉ phát hành được 1.540 tỷ đồng lãi suất từ 10,4%/năm-10,5%/năm. Tổng cộng khối lượng trái phiếu phát hành chỉ đạt 38,5% so với kế hoạch và đều thực hiện qua phương thức bảo lãnh phát hành.

Bảng 5. Kết quả phát hành TPĐT TP.HCM năm 2009**ĐVT: Tỷ đồng**

Số đợt phát hành	Ngày phát hành	Phương thức phát hành	Kỳ hạn	Khối lượng thông báo	Lãi suất (*)	Khối lượng phát hành thực hiện	Số đơn vị tham gia
1	31/8/2009	Bảo lãnh	3 năm	1.000	10,4%	1.000	6
2	05/9/2009	Đấu thầu	5 năm	500	10,5%	0	0
3	15/9/2009	Bảo lãnh	3 năm	2.000	10,4%	500	3
4	28/9/2009	Đấu thầu	5 năm	500	10,5%	0	0
5	30/9/2009	Bảo lãnh	3 năm	2.500	10,4%	40	2
Tổng cộng						1.540	

Nguồn: Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM (HIFU); (*) %/năm

Nếu xem xét lãi suất trên thị trường vốn ngân hàng, những tháng đầu năm 2009 cho thấy, lãi suất huy động và cho vay VND cùng ổn định theo sự ổn định của lãi suất cơ bản. Tuy nhiên, căng thẳng của lãi suất huy động bắt đầu bộc lộ từ giữa năm. Từ tháng 7 đến tháng 11, các NHTM liên tục tăng lãi suất huy động VND, tập trung từ các kỳ hạn dài và dồn ép các kỳ hạn ngắn. Mức lãi suất cao nhất lần lượt tạo các đỉnh là 9%, 10% và 10,5%/năm. Khái niệm “đường cong lãi suất” bị xóa nhòa khi nhiều thành viên áp thống nhất một mức cao cho hầu hết các kỳ hạn. Ngay sau quyết định tăng lãi suất cơ bản của NHNN từ 7% lên 8% có hiệu lực từ 1/12/2009, các NHTM đồng loạt tăng lãi suất huy động lên cao, thậm chí tới 10,5%/năm (chưa tính các hình thức khuyến mại, cộng thưởng gián tiếp). Diễn biến lãi suất trong nửa cuối năm 2009 phản ánh khó khăn thanh khoản của các NHTM. Trong khoảng thời gian tháng 9 và tháng 10/2009 lãi suất bình quân trên thị trường liên ngân hàng cũng tăng cao.

Bảng 6. Lãi suất bình quân thị trường liên ngân hàng năm 2009**ĐVT: %/năm**

Kỳ hạn	Qua đêm	1 tuần	2 tuần	1 tháng	3 tháng	6 tháng	12 tháng
VND	7,25	8,58	8,98	8,87	9,90	10,18	9,81
USD	0,91	1,21	1,06	1,78	2,22	1,89	-

Nguồn: Thông tin từ Ngân hàng Nhà nước (2009)

Như vậy có thể thấy rằng lãi suất TPCQĐP kỳ hạn dài 3-5 năm mang tính cố định, thực tế thấp hơn lãi suất của các NHTM, phù hợp với quy định của Chính phủ về xác định lãi suất TPCQĐP, song yếu tố cạnh tranh với nguồn vốn tín dụng ngân hàng kém hơn và điều này lại diễn ra trong bối cảnh nền kinh tế có lạm phát cao, bị ảnh hưởng bởi tác động của khủng hoảng kinh tế tài chính thế giới năm 2008 và nguồn vốn trong nền kinh tế trở nên khan hiếm hơn.

5.5. Về chi phí phát hành

Chi phí bao gồm:

- Chi phí in chứng chỉ trái phiếu và bảo quản, lưu trữ trái phiếu.
- Mức phí đại lý phát hành tối đa là 0,1% trên tổng số tiền trái phiếu đã bán cho nhà đầu tư.

- Mức phí bảo lãnh phát hành bằng 0,15% trên tổng giá trị nhận bảo lãnh.
- Kinh phí tổ chức đấu thầu trái phiếu bằng 0,15% trên tổng giá trị trái phiếu trúng thầu.
- Mức phí đại lý thanh toán trái phiếu bằng 0,1% trên tổng số tiền gốc lãi trái phiếu thực thanh toán.
- Riêng đối với chi phí công tác quản lý và tổ chức thực hiện phát hành, thanh toán trái phiếu, giám sát sử dụng vốn trái phiếu được tính bằng 0,2% trên tổng doanh số phát hành, theo Điều 13, Quyết định 96/2003/QĐ-UB ngày 12/06/2003 của UBND TP.HCM về việc ban hành Quy chế phát hành TPĐT TP.HCM.

Bảng 7. Chi phí huy động trái phiếu qua các năm theo kế hoạch (2003-2012)

DVT: Tỷ đồng

Năm	Vốn	Tổng chi phí	
		Lãi	Phí phát hành, thanh toán (tối đa)
2003	2.000	836,88	10,00
2004	2.000	1.048,00	9,46
2005	2.000	1.858,50	10,86
2006	2.000	2.103,00	11,10
2007	2.000	1.921,75	10,92
2009	1.540	482,00	8,50
2012	3.310	1.056,60	18,08
Tổng	14.850	9.306,73	78,916

Nguồn: Quỹ đầu tư phát triển đô thị TP.HCM (HIFU) - Phương án huy động vốn phát hành trái phiếu đô thị qua các năm 2003-2012

Chi phí phát hành và thanh toán TPCQĐ TP.HCM được xác định đúng theo các văn bản hướng dẫn của Bộ Tài chính và Quy chế phát hành trái phiếu được UBND TP.HCM ban hành. Qua các đợt phát hành, đơn vị phát hành còn xem xét yếu tố cạnh tranh phí nhằm giảm thiểu chi phí huy động vốn trái phiếu, tăng hiệu quả huy động vốn đầu tư.

5.6. Thanh toán vốn gốc và lãi khi đáo hạn

Nguồn tài chính để thanh toán lãi và vốn TPĐT là nguồn từ ngân sách TP.HCM. Định kỳ thanh toán lãi hoặc vốn gốc trái phiếu, Kho bạc nhà nước TP.HCM thực hiện hạch toán chuyển nguồn vốn ngân sách TP.HCM thanh toán trái phiếu sang Trung tâm lưu ký để tổ chức này thanh toán cho khách hàng theo phương thức chuyển khoản.

TPĐT TP.HCM là loại trái phiếu coupon, lãi được thanh toán định kỳ 6 tháng/lần và được tính theo lãi suất phát hành, vốn gốc trái phiếu được thanh toán một lần khi đáo hạn. Tuy nhiên, thực tế các đợt phát hành TPĐT chủ yếu áp dụng phương thức đấu thầu qua SGDC và phương thức bảo lãnh phát hành, trường hợp có chênh lệch lãi suất trúng thầu và lãi suất phát hành thì chỉ ảnh hưởng đến giá thanh toán khi nhà đầu tư mua trái phiếu mà không ảnh hưởng đến làm thay đổi lãi suất thanh toán định kỳ.

Bảng 8. Thanh toán vốn gốc và lãi TPĐT TP.HCM qua các năm**ĐVT: Tỷ đồng**

Thời gian	Ngân sách thanh toán	
	Lãi	Vốn gốc
Năm 2008	185,90	0
Năm 2009	185,90	0
Năm 2010	185,90	0
Năm 2011	185,90	0
Năm 2012	185,90	600
Năm 2013	131,60	0
Năm 2014	131,60	0
Năm 2015	131,60	0
Năm 2016	131,60	0
Năm 2017	131,60	700
Năm 2018	66,85	0
Năm 2019	66,85	0
Năm 2020	66,85	0
Năm 2021	66,85	0
Năm 2022	66,85	700
Tổng cộng	1.921,75	2.000

Nguồn: Công ty đầu tư tài chính nhà nước TP.HCM (HIFC)

Đánh giá về tình hình thanh toán lãi và vốn gốc TPĐT từ năm 2003 đến nay, ngân sách TP. HCM thực hiện thanh toán kịp thời và đầy đủ cho nhà đầu tư. Hạn mức tín nhiệm và sự hấp dẫn của TPĐT ngày càng cao, tăng tính thanh khoản của trái phiếu trên thị trường giao dịch thứ cấp làm cho các nhà đầu tư có tổ chức quan tâm tham gia các đợt đấu thầu trái phiếu với lượng giá trị lớn. Bên cạnh đó, các cơ quan hữu quan luôn quan tâm xem xét nghiên cứu và kiến nghị áp dụng các phương thức thanh toán trái phiếu phù hợp với quy định của Nhà nước, nhưng phải thuận tiện, nhanh chóng, an toàn và giảm thiểu chi phí cho nhà đầu tư.

5.7. Đánh giá huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM

5.7.1. Những ưu điểm

Trên cơ sở phân tích thực tiễn huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM từ năm 2003 cho đến nay, những thành tựu cơ bản đạt được như sau:

Thứ nhất, tạo kênh huy động vốn hiệu quả cho ngân sách TP.HCM nhằm đẩy mạnh đầu tư phát triển CSHT kinh tế - xã hội tại TP.HCM.

Thứ hai, phát hành TPĐT TP.HCM làm tăng nguồn vốn đầu tư trung và dài hạn, cơ cấu nợ địa phương chuyển dần từ kỳ hạn ngắn sang kỳ hạn ngày càng dài hơn phù hợp với nhu cầu đầu tư phát triển CSHT kinh tế - xã hội của TP.HCM.

Thứ ba, cung ứng cho thị trường tài chính một lượng hàng hóa có chất lượng

Thứ tư, góp phần ổn định tình hình tài chính tiền tệ TP.HCM.

5.7.2. Những hạn chế

- So với tiềm năng, quy mô các đợt phát hành TPĐT TP.HCM còn hạn chế, chưa đáp ứng đủ nhu cầu về vốn cho đầu tư phát triển CSHT của TP.HCM.

- Công tác lập kế hoạch phát hành TPCQĐP chưa tốt, cơ chế phát hành còn nhiều bất cập làm cho hiệu quả phát hành chưa cao.

- TPĐT TP.HCM chỉ là loại TPNC, chưa phát hành được loại TPTN.

5.7.3. Nguyên nhân của những hạn chế trong huy động vốn TPCQĐP TP.HCM

- Môi trường kinh tế vĩ mô chưa thuận lợi, còn nhiều tồn tại yếu kém

- Hệ thống chính sách pháp luật thuộc lĩnh vực huy động qua phát hành trái phiếu trong giai đoạn thử nghiệm chưa hoàn chỉnh và đồng bộ, tính hiệu quả và hiệu lực chưa cao, chưa gắn được với thực tế, làm cho việc hướng dẫn thực hiện gặp nhiều khó khăn.

- Cơ chế xác định lãi suất TPĐT TP.HCM chưa được xác định rõ ràng, phù hợp với tình hình thực tế thị trường.

6. Những giải pháp chủ yếu nâng cao hiệu quả huy động nguồn vốn đến năm 2020

Các giải pháp chủ yếu nâng cao hiệu quả huy động nguồn vốn TPCQĐP TP.HCM mang tính hệ thống, đa dạng. Tuy nhiên, do vị trí và tầm quan trọng của từng giải pháp nên các tác giả sắp xếp thứ tự ưu tiên các giải pháp tổ chức thực hiện theo trình tự sau đây:

6.1. Các giải pháp phát triển thị trường

Đẩy mạnh phát triển thị trường TPCQĐP trên cơ sở thực hiện các giải pháp chủ yếu sau đây:

- Phát triển thị trường TPCQĐP trên cơ sở gắn kết giữa thị trường chào bán sơ cấp với thị trường giao dịch thứ cấp; xây dựng đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường, cung cấp thông tin phục vụ công tác quản lý và điều hành thị trường đồng thời tăng tính minh bạch cho thị trường giao dịch

- Trong thời gian tới, nhằm đảm bảo hiệu quả và giảm chi phí các đợt phát hành, nên vận dụng linh hoạt các hình thức bảo lãnh phát hành chỉ định và bảo lãnh phát hành có cạnh tranh phí, cũng như tăng cường đấu thầu cạnh tranh lãi suất qua SGDCK.

- Tăng tính thanh khoản của TPCQĐP TP.HCM trên thị trường thứ cấp, tập trung phát hành trái phiếu theo lô lớn.

- Cần phát triển hoạt động Repo trái phiếu và các công cụ phái sinh cho thị trường.

- Nhà phát hành cần xác định danh mục nợ mục tiêu, các chi phí dài hạn và rủi ro xảy ra, tổ chức hoạt động thị trường niêm yết và giao dịch TPĐT, phát hành định kỳ với các thông tin được công bố rộng rãi.

6.2. Xây dựng hạng mức tín nhiệm

Với ý nghĩa hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm đối với sự phát triển của TTCK nói chung, thị trường TPCQĐP nói riêng, để sớm thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm cần thiết thực hiện các biện pháp sau:

- Chính phủ cần sớm ban hành nghị định về tổ chức và hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm.
- Đồng bộ hóa các quy định có liên quan đến hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm.
- Đào tạo nguồn nhân lực cung cấp cho các tổ chức xếp hạng tín nhiệm.
- Hợp tác quốc tế trong việc thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm tại VN.

Với bối cảnh VN, tiến tới thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm và thực hiện hợp tác quốc tế là một trong những điều kiện tiên quyết không thể thiếu. Việc hỗ trợ về mặt kĩ thuật, tài chính, đào tạo sẽ hình thành nên những đảm bảo uy tín cho tổ chức này và tổ chức xếp hạng tín nhiệm mới được thiết lập thuộc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Trong dài hạn, phát hành TPCQĐP TP.HCM cần phải hoàn thiện theo thông lệ quốc tế, chủ thể phát hành phải được tổ chức chuyên môn xếp hạng tín nhiệm. Việc xếp hạng tín nhiệm của tổ chức chuyên môn sẽ là kênh cung cấp thông tin quan trọng đảm bảo tính khách quan, minh bạch và tin cậy cho nhà đầu tư khi quyết định đầu tư trái phiếu.

6.3. Phát triển đa dạng hàng hóa cho thị trường

Nghiên cứu vận dụng TPTN. Giai đoạn đầu, phát hành TPTN để tài trợ cho các dự án cụ thể. Các dự án tài trợ này có khả năng hoàn vốn trong khoảng thời gian hợp lí. Ngoài nguồn vốn chi trả TPTN của dự án còn được đảm bảo chi trả trực tiếp bằng nguồn ngân sách TP.HCM sẽ làm tăng thêm chỉ số tín nhiệm cho TPTN phát hành. Trong tương lai, cần mở rộng phát hành TPTN gắn liền với từng dự án đầu tư công do các đơn vị công ích của TP.HCM phát hành có sự bảo lãnh của chính quyền TP.HCM.

Gia tăng TPNC bằng việc thực hiện các biện pháp:

- Đổi mới về cơ chế phân cấp tài chính giữa Trung ương và địa phương.
- Đa dạng hóa các loại hình TPNC trên thị trường, tạo nhiều loại hàng hóa có độ tín nhiệm cao cho thị trường TPCQĐP.

TPNC có thể phát hành dưới các hình thức: Trái phiếu đa thời hạn, trái phiếu chiết khấu, trái phiếu thanh toán từng phần, trái phiếu quyền lựa chọn, trái phiếu có lãi suất thay đổi.

6.4. Về lãi suất

Lãi suất TPCQĐP TP.HCM phải được xác định dựa trên nguyên tắc cơ bản như sau:

- Tôn trọng những nguyên tắc của kinh tế thị trường, vì vậy, lãi suất TPCQĐP TP.HCM phải được xác định theo quan hệ cung-cầu vốn trên thị trường. Nguyên tắc này có thể được thực hiện khi trái phiếu phát hành theo phương thức đấu thầu cạnh tranh.
- Trái phiếu có thời gian càng dài lãi suất càng cao.
- Lãi suất TPCQĐP TP.HCM cần căn cứ vào lãi suất TPCP và lãi suất huy động của các NHTM cùng kỳ hạn và cùng thời kỳ huy động.

- Do sự giới hạn về quyền lực và nguồn thu của chính quyền TP.HCM cho nên khả năng đảm bảo nợ vay của loại TPCQĐP TP.HCM thấp hơn TPCP. Do vậy, lãi suất TPCQĐP TP.HCM phát hành phải cao hơn lãi suất TPCP cùng kỳ hạn.

Đối với loại TPNC, do chính quyền TP.HCM trực tiếp phát hành và được đảm bảo bằng các nguồn thu ổn định của ngân sách TP.HCM, có mức độ rủi ro thấp, cho nên phương thức xác định lãi suất phát hành hợp lý nhất là thông qua đấu thầu cạnh tranh, nhà phát hành đưa ra lãi suất đấu thầu dựa trên lãi suất TPCP cùng kỳ hạn cộng thêm (+) tỉ lệ (%) rủi ro.

6.5. Phương thức thanh toán

Tổ chức phát hành chịu trách nhiệm xây dựng mạng lưới đại lý thanh toán tương ứng với đại lý phát hành để đảm bảo thuận tiện cho việc thanh toán trái phiếu. Đến hạn thanh toán trái phiếu, Sở Tài chính TP.HCM làm thủ tục chuyển vốn cho tổ chức phát hành để chi trả cho chủ sở hữu trái phiếu. Tổ chức phát hành hoặc đại lý thanh toán trực tiếp thanh toán gốc, lãi trái phiếu cho chủ sở hữu khi đến hạn.

TPĐT là loại trái phiếu được niêm yết và giao dịch trên TTCK, cho nên đầu mỗi thực hiện thanh toán lãi và vốn gốc TPĐT cho nhà đầu tư cần được thực hiện thống nhất qua đầu mỗi là Trung tâm lưu ký sẽ thuận tiện, giảm chi phí cho nhà phát hành và nhà đầu tư. Về hình thức thanh toán trái phiếu, Trung tâm lưu ký trái phiếu thực hiện chuyển khoản thanh toán lãi và gốc vào tài khoản theo yêu cầu của chủ sở hữu■

Tài liệu tham khảo

- Bech-Hansen, John. (2002), *Tax-Exempt Bonds. Municipal Finance Officers*, Association of Ontario, Toronto.
- Đinh Thế Hiển (2002), *Một số giải pháp trong việc sử dụng TPĐT ở TP.HCM*, tham luận tại hội thảo: “TPĐT ở VN: Triển vọng và phương thức phát hành”.
- Harwood, Alison. (2000), “Building Local Bond Markets: An Asian Perspective”, *International Finance Corporation*.
- Jia Kang (2003), “The People’s Republic of China”, *Local Government Public Debt Financing*, Asian Development Bank, Philippines.
- Leigland, James. (Summer 1997), “Accelerating Municipal Bond Market Development in Emerging Economies: An Assessment of Strategies and Progress”, *Public Budgeting & Finance*, Vol.17, issue 2, pages 57-80.
- Nguyễn Ngọc Thanh & Trần Mạnh Kiên (2002), *Một số chính sách thúc đẩy thị trường TPĐT ở VN*, tham luận tại hội thảo: “TPĐT ở VN: Triển vọng và phương thức phát hành”.
- Peterson, George E. (2000), *Building Local Credit Systems*, World Bank.
- Peterson, George E. (Nov.19-20,2002), *Bank or Bond: Building a Municipal Credit Market*, ADB Conference on Local Government Finance and Bond Financing.
- Phạm Phan Dũng (2002), *Triển vọng phát triển TPĐT ở VN*, tham luận tại hội thảo: “TPĐT ở VN: Triển vọng và phương thức phát hành”.
- Phelps, Priscilla M. (1997), *Municipal Bond Market Development in Developing Countries: The Experience of the U.S. Agency for International Development*, United States Agency for International Development.
- Steiss, Alan Water., “*Local Government Finance: Capital Facilities Planning and Debt Administration*”, University of Michigan.

Trần Đắc Sinh (2002), *Định mức tín nhiệm tại VN*, NXB TP.HCM.

Trần Đắc Sinh (2004), *Huy động vốn đầu tư CSHT qua TTCK*, NXB Tổng hợp TP.HCM.

UBND TP.HCM, Đề án phát hành TPĐT các năm 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

Website Bộ Tài chính (www.mof.gov.vn).

Website Sở Tài chính TP.HCM (www.tcvg.hochiminhcity.gov.vn).

Zipf, Robert. (1995), “How Municipal Bonds Work”, *New York Institute of Finance*.