

# CHƯƠNG VII

## PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

*Trần Thị Thanh Tú*

### **Tóm tắt**

*Ở những nền kinh tế đang chuyển đổi như Việt Nam, nhu cầu vốn cho phát triển tăng dần từng năm. Sau thời kỳ đổi mới, Tỷ lệ vốn đầu tư đã tăng mạnh từ 2,9% GDP vào năm 1990 lên đến 45,6% GDP năm 2007. Chính phủ Việt Nam đã đưa ra nhiều biện pháp nhằm thu hút nguồn vốn khổng lồ này. Thị trường trái phiếu là một trong những kênh huy động vốn tiềm năng nhất không chỉ cho các dự án của chính phủ mà cả các dự án của khu vực tư nhân. Tuy nhiên, với sự phát triển quá nóng của thị trường chứng khoán trong năm gần đây, thị trường trái phiếu vẫn còn kém phát triển, đi đôi với sự quản lý lỏng lẻo, nhiều chính sách quản lý và các rủi ro tiềm ẩn cần phải được xem xét. Bài viết này tập trung phân tích những hạn chế trong quá trình phát triển thị trường trái phiếu cũng như đề xuất các vấn đề liên quan đến chính sách nhằm hướng tới sự phát triển bền vững và mạnh mẽ của thị trường này.*

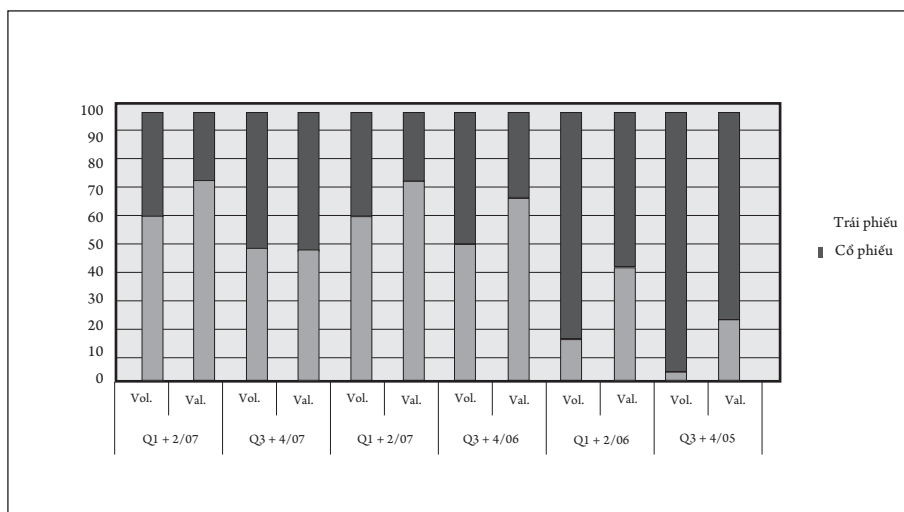
### **1. Tổng quan về thị trường trái phiếu Việt Nam**

Thị trường trái phiếu ở Việt Nam bao gồm tín phiếu kho bạc, trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp, chứng chỉ tiền gửi và các chứng khoán nợ có giá trị khác. Đương nhiên các trái phiếu này chiếm vai trò chủ yếu trên thị trường vốn. Thị trường vốn Việt Nam vẫn được xem là nhỏ về qui mô, và còn chưa thực sự chuẩn hoá. Đây là một thị trường đang phát triển, thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư và tổ chức tài chính nước ngoài.

Vào cuối năm 2007, có khoảng 570 loại trái phiếu chính phủ và các doanh

nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán, với tổng mệnh giá lên tới gần 5 tỉ USD. Các giao dịch trái phiếu chính phủ chiếm tỷ lệ chủ yếu của toàn thị trường. Các số liệu thống kê của VSE (Trung tâm giao dịch chứng khoán) từ cuối năm 2005 đến quý I năm 2008 cho thấy các giao dịch trái phiếu chỉ tạo ra khoảng 5% giá trị toàn thị trường trong năm 2005, nhưng đã tăng gần 50% trong các năm 2006 và 2007, và hơn 60% trong hai quý đầu năm 2008. So sánh với cổ phiếu thì từ năm 2005 đến 2008, tổng giao dịch cổ phiếu giảm cả về giá trị và khối lượng giao dịch. Năm 2005, giao dịch cổ phiếu chiếm trên 80%, tuy nhiên con số này trong năm 2008 chỉ là dưới 30%. Tuy thị trường cổ phiếu phát triển nhanh hơn thị trường trái phiếu về tính thanh khoản, nhưng tổng ngân sách gia tăng từ việc phát hành trái phiếu lại lớn hơn nhiều so với phát hành cổ phiếu. Điều này chứng tỏ tầm quan trọng của trái phiếu, đặc biệt là chính phủ với tư cách là một nguồn vốn đầu tư chủ yếu.

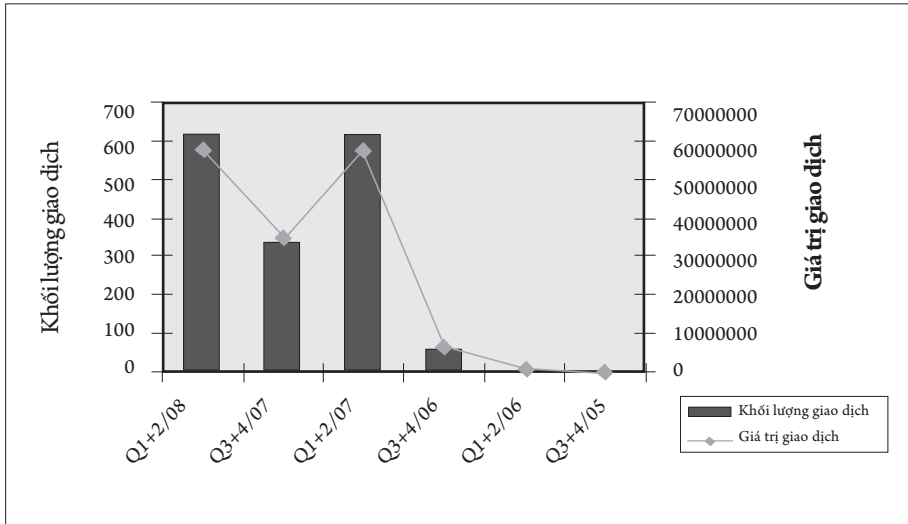
**Hình 1. Tỷ lệ giao dịch trái phiếu và cổ phiếu, giai đoạn 2005-2008**



Trong 3 loại trái phiếu hiện đã được phát hành và mua bán tại Việt Nam, bao gồm trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc (gọi chung là trái phiếu chính phủ), trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu doanh nghiệp, thì khối lượng trái phiếu chính phủ chiếm ưu thế trên thị trường với 81% thị phần, trong khi đó trái phiếu địa phương là 10%, và trái phiếu doanh nghiệp 9%. Khối lượng các trái phiếu giao dịch trong giai đoạn 2005-2008 được minh họa ở Hình 2.

Trong 5 năm giai đoạn 2006-2010, GDP được kỳ vọng tăng trưởng ở mức 8% - 8,5%, tổng vốn đầu tư cần thiết được ước tính là 2.675.000 tỉ đồng, tương đương 39,9% GDP. Do đó, nhu cầu vốn qua phát hành trái phiếu được ước tính

**Hình 2. Khối lượng - giá trị giao dịch trái phiếu**



là 187.250 tỉ đồng<sup>1</sup>. Trong đó, trái phiếu chính phủ sẽ chiếm thị phần lớn nhất cả về khối lượng và giá trị.

**Trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc**

Tín phiếu kho bạc ở Việt Nam là các chứng khoán nợ ngắn hạn với kì hạn 182, 273 hoặc 364 ngày trong khi trái phiếu chính phủ là 7, 10, hay 15 năm. Có hơn 570 loại tín phiếu kho bạc và trái phiếu chính phủ khác nhau hiện đang được mua bán. Khoảng 60.000 tỉ đồng trái phiếu chính phủ được Kho bạc Nhà nước và Ngân hàng phát triển Việt Nam phát hành hàng năm chủ yếu thông qua các kênh bảo lãnh và đấu giá. Việc bán lẻ trái phiếu chính phủ thông qua các chi nhánh của Kho bạc Nhà nước và các đại lý phát hành khác sẽ không được tính ở đây. Kế hoạch phát hành tín phiếu kho bạc cùng với trái phiếu chính phủ trong năm 2007 là 60,000 tỉ đồng, trong đó tín phiếu kho bạc chiếm 45%<sup>2</sup>. Hiện nay trái phiếu chính phủ chủ yếu được phát hành thông qua bảo lãnh, hay đấu thầu qua các trung tâm giao dịch chứng khoán và Trung tâm giao dịch của Ngân hàng nhà nước.

Thị trường trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc gần như chỉ hoạt động trong thị trường cấp một, không phải thị trường cấp hai. Sau khi được phát hành

<sup>1</sup> Kế hoạch 5 năm Quản lý Nợ, Vụ Tài chính Ngân hàng, Bộ Tài chính

<sup>2</sup> Vụ Kế hoạch, Kho bạc nhà nước

lần đầu, trái phiếu được các ngân hàng thương mại và các công ty lớn nắm giữ cho đến khi đáo hạn nhằm mục đích quản lý khả năng thanh khoản.

### **Trái phiếu chính quyền địa phương**

Trái phiếu chính quyền địa phương được chính quyền địa phương phát hành dưới sự cho phép của chính phủ. Hiện nay mới chỉ có Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh và Đồng Nai phát hành trái phiếu chính quyền địa phương ( trái phiếu đô thị) để huy động vốn. Các tỉnh thành được phép phát hành đến 30% tổng nhu cầu chi tiêu và phải được phép của chính phủ cho phép phát hành trái phiếu. Tổng doanh thu phát hành trái phiếu chính quyền địa phương là 7.000 tỉ đồng. Số trái phiếu này được phát hành thông qua các kênh đấu giá, bảo lãnh và đại lý phát hành. Tuy nhiên, tính thanh khoản của loại trái phiếu này là rất thấp.

**Bảng 1. Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương**

TT	Đơn vị phát hành	Đáo hạn (năm)	Suất TN(%)	Ngày phát hành	Ngày niêm yết	Khối lượng niêm yết
1	UBND TP Hà Nội	5	9,07	20/10/2005	28/10/2005	1.500.000
2	UBND TP Hà Nội	5	9,1	1/11/2005	7/11/2005	8.550.000
3	UBND TP Hà Nội	5	8,7	24/10/2006	3/11/2006	400.000
4	UBND TP Hà Nội	5	8,75	27/10/2006	6/11/2006	4.600.000

*Nguồn: www.hastc.org.vn (24 tháng 7 năm 2008)*

### **Trái phiếu doanh nghiệp**

Các doanh nghiệp phát hành bao gồm các doanh nghiệp nhà nước đang thực hiện cổ phần hoá, hay các tổng công ty, tập đoàn kinh tế lớn. Tổng doanh số phát hành trái phiếu doanh nghiệp là hơn 19.000 tỉ đồng tính đến hết quý 2 năm 2008. Số trái phiếu này được phát hành thông qua kênh đấu giá, bảo lãnh và môi giới. Tuy nhiên, tính thanh khoản của loại trái phiếu này cũng không cao. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ được phân tích chi tiết ở phần sau.

### **Chứng chỉ tiền gửi và các chứng khoán nợ**

Chứng chỉ tiền gửi được coi là những chứng khoán nợ có giá trị và được bảo hiểm tiền gửi. Chứng chỉ tiền gửi thường có thời hạn một năm hoặc hơn. Việc giới hạn số ngày giao dịch là 90 ngày cho các chứng từ có giá được áp dụng cho hoạt động thị trường mở trong đó Ngân hàng nhà nước (SBV) chỉ mua đứt bán đoạn các chứng từ có giá trị, mà không áp dụng cho các giao dịch kỳ hạn. Việc hạn chế

này là nhằm mục đích hướng dẫn thực hiện chính sách tiền tệ ngắn hạn của SBV. Thông thường SBV đưa ra các dự báo hàng quý về khả năng thanh khoản trên thị trường, trong đó số ngày của một quý được tính là 90 ngày. SBV vẫn chưa có ý định xoá bỏ việc hạn chế này mặc dù họ đã nhận được những lời phàn nàn về điều này từ các tổ chức tín dụng. Các hội nghị chính thức hay hiệp hội ngân hàng cũng không còn bàn luận về việc phát hành này nữa.

Pháp lệnh Thương phiếu được Quốc hội thông qua vào ngày 24 tháng 12 năm 1999 đã được thay thế bởi Luật các công cụ chuyển nhượng được Quốc hội thông qua ngày 29 tháng 12 năm 2005 và chính thức có hiệu lực kể từ ngày 1 tháng 7 năm 2006. Luật này điều chỉnh về các thương phiếu và séc. Luật mới này được hy vọng sẽ thúc đẩy việc mua bán các thương phiếu cũng như nâng cao tính thanh khoản của những chứng từ này.

Thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn đầu của sự phát triển, trong đó trái phiếu chính phủ là một tiềm năng lớn. Trái phiếu chính phủ Việt Nam hiện nay được coi là hấp dẫn các nhà đầu tư trong nước và quốc tế cả về lãi suất và độ an toàn. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn là một nguồn cung cấp vốn đầy tiềm năng của các doanh nghiệp, đặc biệt là tại thị trường tài chính đang phát triển nhanh chóng như ở Việt Nam. Mối quan tâm lớn nhất hiện nay chính là làm thế nào để khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng thị trường này một cách có hiệu quả trong kế hoạch huy động vốn của doanh nghiệp.

## **2. Thực trạng phát hành trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam - những vấn đề đáng quan tâm**

### **2.1. Số lượng doanh nghiệp và lượng vốn huy động từ thị trường trái phiếu vẫn còn hạn chế.**

#### **Các doanh nghiệp phát hành**

Cho tới nay (06/2008), mới chỉ có 11 doanh nghiệp phát hành trái phiếu, gồm có: Tổng công ty dầu khí Việt nam (PetroVietnam), Tổng công ty cao su, Tổng công ty công nghiệp tàu thủy (Vinashin), Tập đoàn Điện lực Việt nam (EVN), Tổng công ty Lắp máy Việt nam (Lilama), Tổng công ty Thép Việt nam, Vilexim, Tổng Công ty cổ phần xây dựng điện Việt nam, Tổng công ty Sông Đà, Tổng công ty xuất nhập khẩu xây dựng Việt nam và Vincom. Trong 6 tháng đầu năm 2008, do sự đi xuống của thị trường chứng khoán, trừ Vincom, không có một tổ chức nào phát hành trái phiếu mới. Tất cả các công ty này đều là những đơn vị đầu ngành hoặc các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa. Thực tế, nhu cầu của họ là nguồn vốn lớn, dài hạn và ổn định để đáp ứng các dự án trọng điểm

**Bảng 2. Tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp**

<b>TT</b>	<b>Tổ chức phát hành</b>	<b>Giá trị phát hành (tỉ đồng)</b>	<b>Thời hạn</b>	<b>Lãi suất</b>
<b>1</b>	Tổng công ty Dầu khí	300	5	8,5% năm đầu, năm sau thả nổi
<b>2</b>	Tổng công ty Cao su	40	2	8,60%
<b>3</b>	TCT công nghiệp tàu thủy	7,103		
	Năm 2004	300	2	8,20%
	Năm 2005	1.000		
	Năm 2006 ( 5 đợt)	2.600		
	Đợt 1	500	2	9,6%/năm
	Đợt 2	300	2	9,6%/năm
	Đợt 3	500	5	10%/năm
	Đợt 4	1.000	10	10,5%/năm
	Đợt 5	300	2	9,6%/năm
	Năm 2007	3.203		
	Đợt 1	3.000	10	9%/năm
	Đợt 2	200	2	8,95%/năm
	Đợt 3	3.000	10	9,4%/năm
<b>4</b>	TCT Sông Đà	460		
	Năm 2005	200	3	9,3%/năm
	Năm 2006	260	5	năm đầu 10,5%/năm, năm sau thả nổi
<b>5</b>	TCT điện lực Việt Nam	6.200		
	Năm 2005	200	5	8,8%/năm đầu, năm sau thả nổi
	Năm 2006	6.000		
	Đợt 1	350	5	9,6% năm đầu, năm sau thả nổi,+ 1.2%
	Đợt 2	1.150	5	9,6%/năm
	Đợt 3	500	5	9,6% năm đầu, năm sau thả nổi
	Đợt 4	900	5	9,5% năm đầu, năm sau thả nổi
	Đợt 5	600	5	9,6%/năm, cố định
	Đợt 6	500	5	9,6%/năm, các năm sau bằng LS tiền gửi
	Đợt 7	1.000	10	9,6%/năm đầu, các năm sau 9,95%/năm
	Đợt 8	1.000	10	Cố định 9,7%/năm
<b>6</b>	LILAMA ( 2007)	1.500		
	Lần 1	500	5	9,60%/năm

	Lần 2	1.000	10	9,20%/năm
	Lần 3	500	5	8,8 %/năm
	TCT Thép Việt Nam (2007)	400	5	9,5%/năm
7	VINACONEX (2007)	1.000	6	3%/năm, kèm quyền mua cổ phiếu
8	TCTCP xây dựng điện VN (2007)	500	3	10,15 %/năm
9	Vilexim (2007)	5	3	
10	Vincom	2.000	5	16% năm đầu, các năm sau bằng lãi suất tiền gửi của 4 NHTM hàng đầu + tối đa 4% (05/2008)
11	<b>Tổng cộng</b>	<b>19.068</b>		

Nguồn: Bộ Tài chính, 2007

quốc gia, mà những nguồn vốn này khó có thể vay được từ một ngân hàng duy nhất. Thực ra uy tín của các công ty này đủ để đề nghị với ngân hàng bất kì khoản vay nào, tuy nhiên, các ngân hàng cũng có những giới hạn trong việc cho vay, như khoản vay tối đa không được quá 15% tổng vốn chủ sở hữu. Do vậy, thị trường trái phiếu là một kênh cần thiết để huy động lượng vốn lớn, dài hạn.

### **Doanh số phát hành**

Doanh số từ phát hành trái phiếu có sự tăng trưởng mạnh mẽ. Từ 300 tỷ VND (do Tổng công ty Dầu khí phát hành) năm 2003 đã lên đến hơn 6.600 tỷ VND tháng 3 năm 2007, đặc biệt năm 2006 đạt hơn 8.800 tỷ VND, trong đó EVN phát hành 6 đợt với tổng doanh số là 6.000 tỷ VND. Tổng doanh số phát hành trái phiếu từ năm 2003 đến 2007 đạt 17.068 tỷ VND. Trong đó, Vinashin và EVN là hai doanh nghiệp phát hành nhiều nhất, chiếm 41% và 36% tương ứng. Còn các tổng công ty khác chỉ chiếm dưới 10% trong tổng vốn huy động. Điều này hoàn toàn phù hợp với nhu cầu đầu tư vốn lớn của 2 tổng công ty này. Đây đồng thời cũng là hai trái phiếu doanh nghiệp hấp dẫn nhất trên thị trường hiện nay. Vinashin huy động vốn cho các dự án đóng tàu siêu trường siêu trọng với mục đích trở thành tập đoàn đóng tàu xuất khẩu hàng đầu của Việt nam. EVN cũng phát hành trái phiếu đầu tư xây dựng các nhà máy thủy điện để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng gia tăng như hiện nay. EVN cũng đang chiến lược sẽ phát hành 300 triệu đến 500 triệu USD trái phiếu quốc tế và tiến tới được xếp hạng trái phiếu theo chuẩn mực quốc tế.

Mặc dù tăng trưởng khá nhanh như vậy, song so với lượng vốn vay ngân hàng thông qua kênh tín dụng ngân hàng của các doanh nghiệp thì vẫn là con số vô

cùng khiêm tốn. Từ năm 2002 đến năm 2005, tốc độ tăng trưởng tín dụng ngân hàng đạt trung bình xấp xỉ 25%<sup>3</sup>, song từ năm 2006 đến năm 2007, có xu hướng sụt giảm khá mạnh, trung bình khoảng 15% mỗi năm. Năm 2007, tốc độ này lại tăng mạnh đến hơn 45%, thậm chí đối với một vài ngân hàng con số này là hơn 50%. Tuy nhiên, sự gia tăng này của tín dụng ngân hàng không chỉ cung cấp tài chính cho hoạt động sản xuất và kinh doanh, một phần lớn trong đó được dùng để cho vay phát hành cổ phiếu. Sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán trong thời gian này có thể là nguyên nhân chính dẫn đến sự chuyển hướng của các doanh nghiệp, từ việc vay vốn ngân hàng sang việc phát hành cổ phiếu để hường thặng dư vốn (Xem mục 2.4).

### **Kỳ hạn của trái phiếu**

Hầu hết các trái phiếu được phát hành đều có kỳ hạn dài, ngắn nhất là 2 năm, dài nhất là 10 năm. Trái phiếu EVN hầu hết đều 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 thường có kỳ hạn 5 năm. Để khuyến khích các nhà đầu tư, Vinanconex phát hành trái phiếu kèm theo chứng quyền (warrant) là quyền mua cổ phiếu của Nhà máy xi măng Cẩm Phả với mức giá ưu đãi. Trong một thị trường tài chính phát triển, trái phiếu thường có thời hạn từ trên 20 năm cho đến 30 năm. Các ngân hàng thường hạn chế trong việc cho vay các khoản vay dài hạn như thế vì rủi ro cao. Tuy nhiên, ở Việt Nam, trong điều kiện lạm phát cao, môi trường chính sách không đảm bảo và do tác động khá nhạy cảm của các biến động kinh tế quốc tế đã gây nên tâm lý thiếu tin tưởng của các nhà đầu tư khi đầu tư vào một loại trái phiếu có thời hạn quá dài.

### **Lãi suất trái phiếu**

Tất cả các trái phiếu đều trả lãi sau, với phương thức trả lãi hàng năm (coupon), lãi suất cố định. Riêng Tổng công ty Sông Đà và EVN phát hành trái phiếu có lãi suất thả nổi, được điều chỉnh căn cứ vào lãi suất Trái phiếu Chính Phủ hoặc lãi suất trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng. Về cơ bản, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp đều cao hơn lãi suất đấu thầu trái phiếu chính phủ. (Xem Bảng 3)

**Bảng 3. Lãi suất trúng thầu trái phiếu Chính phủ**

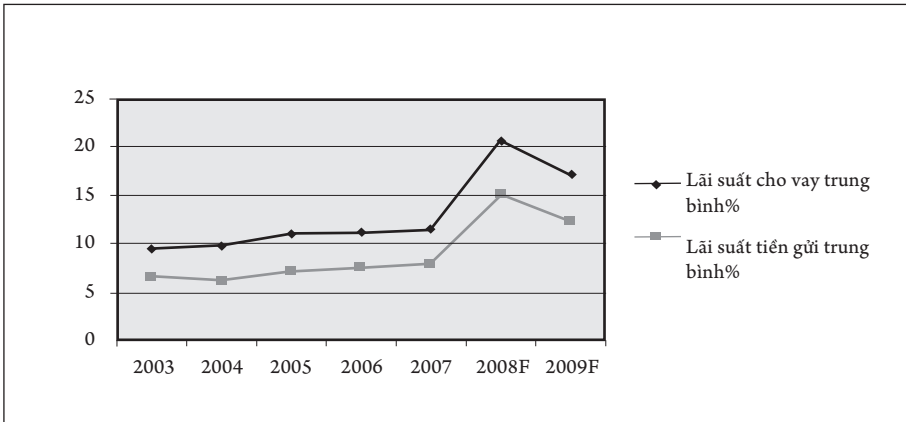
	Quý 3/05	Quý 4/05	Quý 1/06	Quý 2/06	Quý 3/06	Quý 4/06	Quý 1/07	Quý 2/07	Quý 1/08	Quý 2/08
Lãi suất (%/năm)	8,95	9,07	8,95	8,75	8,4	8,8	7,7	7,15	NA	11

*Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội ([www.hastc.org.vn](http://www.hastc.org.vn))*

<sup>3</sup> Theo Báo cáo quốc gia của IMF (2006), tổng dư nợ tín dụng ngân hàng từ năm 2002 đến năm 2007 (dự báo) lần lượt là: 22.2, 28.4, 41.6, 31.7, 22.6, 23.6 triệu USD.

Giai đoạn từ năm 2005 đến 2007, lãi suất trái phiếu chính phủ phát hành thông qua đấu thầu là từ 7,15% đến gần 9%. So sánh với lãi suất tiết kiệm vào thời điểm đó (từ 7% đến 8%), thì đây là một cơ hội đầu tư hấp dẫn và vẫn an toàn. Từ đầu năm 2008, do lạm phát cao và sự đi xuống của thị trường chứng khoán, lãi suất trúng thầu trái phiếu chính phủ tăng mạnh đến hơn 10%. Tuy nhiên, con số này vẫn thấp hơn nhiều so với lãi suất tiết kiệm (lúc này đã đẩy mạnh lên đến gần 20%), do đó, tổng giá trị trái phiếu chính phủ phát hành vào thời điểm này chỉ là hơn 21.000 tỉ đồng.

**Hình 3. Lãi suất huy động và cho vay trung bình**



Nguồn: Economist Intelligence Unit

Tuy nhiên, có thể thấy lãi suất này vẫn thấp hơn so với lãi suất vay ngân hàng (trung bình 12%-14%/năm đối với dự án vay dài hạn). Thực ra, đây chỉ là lãi suất danh nghĩa, không phải lãi suất thực, trong bối cảnh lạm phát tăng, lãi suất thực có xu hướng xuống dưới mức 0%. Điều này có thể giải thích tại sao các nhà đầu tư tỏ ra thờ ơ với việc đầu tư vào trái phiếu. Các nhà đầu tư hầu hết là các tổ chức như ngân hàng, các công ty bảo hiểm hay các doanh nghiệp lớn. Họ nắm giữ trái phiếu nhằm mục đích quản lý tính thanh khoản chứ không phải nhằm mục đích lợi nhuận.

So sánh với lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn, có thể thấy, lãi suất trái phiếu của các doanh nghiệp phát hành có xu hướng biến động cùng chiều (Bảng 4). Khoảng chênh lệch (interest gap) giữa lãi suất trái phiếu chính phủ và lãi suất doanh nghiệp khoảng 2.5% đến 3 %, phản ánh mức chênh lệch rủi ro của hai trái phiếu này. Lãi suất chuẩn Bloomberg là lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt nam được Bloomberg tính toán dựa trên cơ sở ước lượng.

**Bảng 4. Lãi suất Trái phiếu doanh nghiệp và Trái phiếu Chính phủ**

Kỳ hạn	2 năm	3 năm	5 năm	7 năm	10 năm	15 năm
Lãi suất TPCP trúng thầu gần nhất (%)	7,3	7,67	7,9	8,2	8,7	8,85
Lãi suất TPCP mới 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
Lãi suất TPDNs	9,6	8,5 - 9,3	9,6 - 10	NA	9,7	NA

Nguồn: *www.ssi.com.vn (Otc- 2007) và tính toán của tác giả*

Trên thực tế, còn tùy thuộc vào từng thời điểm phát hành và kỳ hạn của từng loại trái phiếu, mà mức chênh lệch này có thực sự phản ánh rủi ro của hai loại trái phiếu này hay không. Ví dụ, năm 2005, khi Vinashin phát hành trái phiếu, kỳ hạn 5 năm, lúc đó, lãi suất trái phiếu Chính phủ cùng kỳ hạn là 8,5%, nhưng lãi suất trái phiếu của Vinashin “không được phép” cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ (8.4%/năm). Để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu, Vinashin đã thay đổi hình thức trả lãi thành trả lãi trước, dẫn đến lãi suất thực của trái phiếu xấp xỉ 8,9%.

Ngoài lãi vay, các doanh nghiệp phát hành còn phải trả một khoản phí hay hoa hồng cho các dịch vụ tư vấn bảo lãnh phát hành và bảo hành thanh toán, gọi là chi phí phát hành. Chi phí này có thể tăng lên rất cao, phụ thuộc vào khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành, nó có thể làm tăng lãi suất thực lên tới 12% hay 13% hàng năm. Khả năng trả nợ càng thấp, chi phí phát hành càng cao. Đây cũng là một trong những rào cản chính đối với việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt nam hiện nay.

### **Khó phát hành trái phiếu trong bối cảnh lạm phát tăng**

Từ đầu năm 2008 đến nay, lãi suất thay đổi một cách khó tin. Do chính sách tiền tệ thắt chặt, dẫn tới việc các ngân hàng thiếu khả năng thanh khoản, lãi suất cơ bản được Ngân hàng Nhà nước Việt nam (NHNNVN) công bố và sử dụng làm lãi suất chuẩn cho các ngân hàng thương mại tăng trong hầu hết các thời điểm, từ gần 7.5% trong tháng 1 đến cao nhất là 13% trong tháng 6. Kết quả là, lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn mà NHNNVN áp dụng cho các khoản vay đối với ngân hàng thương mại cũng tăng theo. Việc tăng lãi suất này kéo theo sự tăng mạnh của chi phí vay nợ. Do vậy, rất ít doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu với mức lãi suất đó. Hơn nữa, sự đi xuống của thị trường chứng khoán trong hai quý đầu của năm 2008 cũng tạo ra nhiều khó khăn hơn trong việc phát hành trái phiếu mới.

**Bảng 5. Lãi suất cơ bản  
được NHNNVN điều chỉnh trong 6 tháng đầu năm 2008**

Thời điểm	1/2/2008	19/5/2008	11/6/2008
Lãi suất cơ bản %	7,5	11	13
Lãi suất chiết khấu %	8,755	12	14
Lãi suất tái cấp vốn %	6	13	15

Nguồn: SBV.gov.vn

### **Phương thức bảo lãnh**

Hầu hết các công ty đều phát hành trái phiếu thông qua một tổ chức làm đại lý phát hành. Đại lý phát hành được lựa chọn đảm nhận cung cấp dịch vụ tư vấn phát hành bao gồm bảo lãnh, phát hành và thanh toán theo lãi suất coupon hay theo mệnh giá. Các công ty chứng khoán là những thành viên chính trên thị trường này, bên cạnh các ngân hàng cổ phần, các công ty bảo hiểm hay kiểm toán. Với những lợi thế về thông tin và đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, họ là những nhà cung cấp chính của dịch vụ này. Hiện tại, dịch vụ tư vấn bảo lãnh phát hành vẫn là một trong những dịch vụ còn khá non trẻ ở các công ty chứng khoán, tỷ trọng doanh thu từ dịch vụ này chỉ chiếm khoảng từ 5% đến 10% trong tổng doanh thu từ dịch vụ tư vấn. Các công ty chứng khoán thuộc ngân hàng thường tận dụng hệ thống mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch trên toàn quốc để làm đại lý phát hành cho doanh nghiệp, nếu không, các công ty không thể bán trái phiếu với khối lượng lớn.

### **2.2. Không có tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp, là rào cản cho các doanh nghiệp nhỏ khi phát hành trái phiếu**

Xếp hạng tín dụng doanh nghiệp là một trong những tiêu chí quan trọng đối với nhà tài trợ vốn, như ngân hàng hay nhà đầu tư để đưa ra quyết định có cho doanh nghiệp vay hay không. Đây là một tiêu chuẩn phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp, bao gồm các chỉ tiêu tài chính phản ánh khả năng thanh toán hay khả năng chi trả của doanh nghiệp, cơ cấu vốn và khả năng sinh lời. Bên cạnh các chỉ tiêu tài chính, còn có các chỉ tiêu phi tài chính như: trình độ, năng lực quản lý, kinh nghiệm điều hành, kinh doanh của giám đốc doanh nghiệp v.v. Các chỉ tiêu này sẽ được chấm điểm trên cơ sở so sánh với các chỉ tiêu trung bình ngành. Từ đó, các chỉ tiêu phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp sẽ được tổng hợp, xếp hạng A đến C, trong đó, doanh nghiệp được xếp hạng AAA là tốt nhất, có khả năng thanh toán, khả năng trả nợ tốt, khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động cao, hoàn toàn có thể mở rộng tín dụng. Doanh nghiệp được xếp hạng

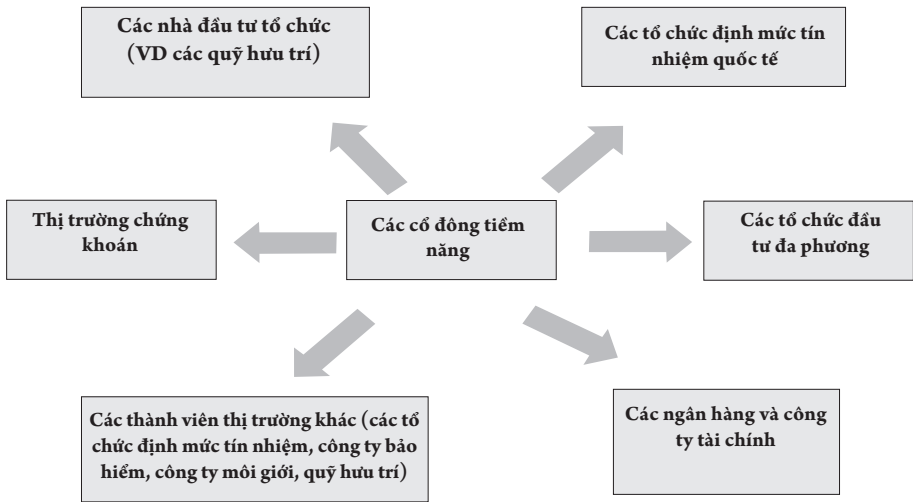
B là doanh nghiệp nên hạn chế tín dụng (credit rationing), đồng thời kiểm soát chặt chẽ, thu hồi nợ cũ. Doanh nghiệp xếp hạng C là doanh nghiệp không thể cho vay, khẩn trương thu hồi nợ cũ, đồng thời xem xét khả năng thanh lý hay phát mại tài sản đảm bảo, thu hồi nợ (CIC, 2007).

Xếp hạng tín dụng nói riêng hay định mức tín nhiệm nói chung còn là một công cụ rất quan trọng để các nhà hoạch định chính sách quản lý thị trường. Các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín không chỉ thực hiện việc định mức tín nhiệm các trái phiếu doanh nghiệp mà còn xếp hạng cả trái phiếu chính phủ. Khi đó, các thông tin liên quan đến định mức tín nhiệm hay uy tín của các doanh nghiệp khi phát hành trái phiếu sẽ được cung cấp không chỉ trong phạm vi quốc gia mà còn có thể trong khu vực hay thế giới. Đặc biệt đối với các doanh nghiệp lớn khi phát hành trái phiếu quốc tế như Vinashin hay EVN phải được xếp hạng bởi các tổ chức định mức tín nhiệm trong khu vực. Mô hình thành lập một tổ chức định mức tín nhiệm khu vực Châu Á do Worldbank đề xuất (Swati R.Ghosh, 2006) dưới dạng một công ty cổ phần, có sự tham gia góp vốn của các nhà đầu tư tổ chức, các ngân hàng, công ty bảo hiểm, sở giao dịch chứng khoán, các tổ chức đầu tư đa biên và các công ty định mức tín nhiệm quốc tế (Hình 4) dường như phù hợp áp dụng tại Việt Nam.

Tuy nhiên, hiện tại ở Việt Nam, chưa có một tổ chức chuyên nghiệp nào thực hiện dịch vụ cung cấp các chỉ tiêu xếp hạng tín dụng doanh nghiệp, từ đó, là cơ sở để xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp. Các công ty kiểm toán mặc dù đã rất nỗ lực trong việc đa dạng hóa các dịch vụ cung cấp, song, với nguồn nhân lực còn khan hiếm như hiện nay, thị trường mục tiêu của các công ty này vẫn chỉ là cung cấp các dịch vụ kiểm toán các công ty niêm yết hay tư vấn cổ phần hóa, định giá doanh nghiệp.

Vào tháng 12 năm 2007, CIC (Credit Information Center), SBV hợp tác cùng D&B (Dun and Bradstreet), một công ty hàng đầu thế giới trong lĩnh vực cung cấp thông tin, xuất bản cuốn “Xếp hạng tín dụng doanh nghiệp của các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” công bố xếp hạng tín dụng doanh nghiệp của 198 công ty được niêm yết cho đến ngày 24 tháng 8 năm 2007 (trừ các ngân hàng và các quỹ đầu tư). Hầu hết các công ty đều được xếp hạng B trở lên, chỉ có 7 công ty xếp hạng CCC chiếm 3%. Những thông tin này rất quan trọng đối với ngân hàng và các nhà đầu tư, tuy nhiên, chúng cũng chỉ có ý nghĩa tại thời điểm xếp hạng, không phải trong cả một giai đoạn. Nếu việc xếp hạng tín dụng doanh nghiệp được thực hiện định kỳ, ít nhất là hàng tháng hoặc hàng quý, chắc chắn chúng sẽ trở nên hữu ích hơn cho người sử dụng. Hiện nay, CIC mới chỉ cung cấp dịch vụ xếp hạng tín dụng theo yêu cầu với chi phí khá cao. Do đó, cho đến trước khi CIC xuất bản cuốn sách này, các nhà đầu tư vẫn

**Hình 4. Mô hình góp vốn hình thành nên các tổ chức định mức tín nhiệm**



Nguồn: *East Asian Finance – The Road to Robust Market, 2006*

chưa được tiếp cận với các thông tin trên.

Thực tế hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp phát hành trái phiếu đều là các công ty lớn nhất trong ngành. Các điều kiện về tài chính của họ tốt hơn nhiều so với mặt bằng chung của toàn ngành. Bên cạnh đó, một số doanh nghiệp được chính phủ bảo đảm, do vậy rủi ro không có khả năng chi trả của họ là rất thấp. Tuy nhiên, để phát triển thị trường khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu, cần thiết phải thành lập một chuẩn mực về xếp hạng tín dụng hay xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp. Đặc biệt, trong xu thế toàn cầu hoá, khi một doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán nước ngoài, trái phiếu của doanh nghiệp đó phải được xếp hạng theo tiêu chuẩn quốc tế<sup>4</sup>.

### 2.3. Thiếu vắng các nhà tạo lập thị trường

Các nhà tạo lập thị trường trái phiếu đóng 2 vai trò: người môi giới và tự doanh trái phiếu, và họ thu lợi nhuận từ các hoạt động này. Thứ nhất, với tư cách là người môi giới trái phiếu, các nhà tạo lập thị trường có thể thu lợi từ phí môi

<sup>4</sup> Hiện tại, chỉ có VCB và BIDV được xếp hạng tín dụng theo tiêu chuẩn quốc tế, do đó, lãi suất của các ngân hàng này cao bằng lãi suất trần của trái phiếu chính phủ. Một số các doanh nghiệp nhà nước cũng đang có kế hoạch để được xếp hạng theo tiêu chuẩn quốc tế, để phát hành trái phiếu quốc tế. Khi lãi suất trái phiếu chính phủ giảm, trái phiếu doanh nghiệp có thể trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư vì lãi suất coupon cao hơn, đặc biệt trên một khía cạnh nào đó thì các trái phiếu doanh nghiệp có mức độ xếp hạng tín dụng gần với trái phiếu chính phủ.

giới. Thứ hai, với tư cách là người kinh doanh trái phiếu, họ thu tiền nhờ hưởng chênh lệch giá. Giá trái phiếu phụ thuộc vào lãi suất, giá tăng khi lãi suất giảm và ngược lại.

Tuy nhiên, hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu hàm chứa rủi ro cao hơn hoạt động môi giới chứng khoán. Đóng vai trò là người tạo lập thị trường, các yêu cầu đặt ra rất cao và đòi hỏi chi phí lớn: (i) nắm giữ một lượng lớn trái phiếu và tiền mặt, (ii) cơ sở hạ tầng công nghệ cao, (iii) đội ngũ nhân viên có trình độ kĩ thuật cao và tác phong chuyên nghiệp. Hơn nữa, khi giá trái phiếu giảm, hay xảy ra rủi ro không trả được nợ thì những nhà tạo lập thị trường cũng sẽ bị thua lỗ (Trần Đăng Khâm, 2007).

Các thông tin mà những nhà tạo lập thị trường thu được là các dữ liệu thô, do đó họ có thể có lợi thế, nhưng họ cũng có thể bị thua lỗ khi xuất hiện các thông tin nội bộ. Người tạo lập thị trường phải mua khi giá tăng và bán khi giá giảm<sup>5</sup>. Khả năng thua lỗ trên thị trường này sẽ rất lớn khi giá trái phiếu bị ảnh hưởng nặng nề bởi tâm lí của nhà đầu tư. Thị trường trái phiếu Việt Nam là một minh chứng rõ ràng. Ở những thị trường tài chính kém hiệu quả, tâm lí của nhà đầu tư chính là yếu tố mang tính định hướng ảnh hưởng tới các quyết định mua hay bán trái phiếu. Các nhà tạo lập thị trường chính là những người giúp cân bằng áp lực cung - cầu khi xuất hiện thông tin thất thiệt.

Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán là những nhà kinh doanh chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán. Họ có lợi thế trong việc môi giới và mua bán chứng khoán, do đó có thể tạo dựng các mối quan hệ mật thiết với các nhà đầu tư là các tổ chức hoặc cá nhân, từ đó nâng cao tính thanh khoản của trái phiếu đầu tư. Đây chính là một trong những vấn đề mà những người làm chính sách đang rất quan tâm, vì tính thanh khoản thấp của trái phiếu là nguyên nhân dẫn tới sự kém phát triển của thị trường này. Với sự bùng nổ của thị trường chứng khoán vào năm 2006 và đầu năm 2007, tất cả các công ty chứng khoán bị hấp dẫn bởi các khoản hoa hồng và lợi nhuận từ việc kinh doanh cổ phiếu, họ dường như không còn hứng thú với việc mua bán và kinh doanh trái phiếu. Trong tương lai gần, khi thị trường trái phiếu tách bạch với thị trường cổ phiếu, họ hy vọng sẽ đa dạng hoá được danh mục đầu tư chứng khoán, từ đó đóng góp vào sự phát triển của các nhà tạo lập thị trường.

#### **2.4. Tính thanh khoản của thị trường trái phiếu thấp**

Đây có thể là một trong những nguyên nhân chính khiến thị trường trái phiếu chưa thực sự phát triển. Vậy, tại sao trong khi thị trường cổ phiếu phát

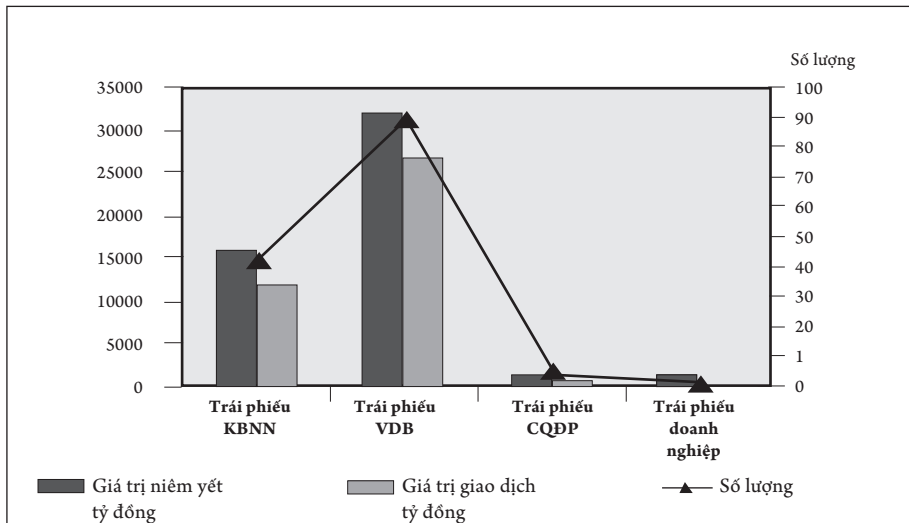
---

<sup>5</sup> Nhà tạo lập thị trường phải mua và bán bất kỳ khi nào có lệnh đặt mua và bán của nhà đầu tư (kể cả khi thua lỗ) để đảm bảo tính thanh khoản của trái phiếu.

triển mạnh mẽ như vậy mà thị trường trái phiếu doanh nghiệp lại gần như mới dừng lại ở các giao dịch sơ cấp, chưa có các giao thứ cấp? Đó là do một số nguyên nhân sau. *Thứ nhất*, trái phiếu có lãi suất cố định, giá trái phiếu ít biến động nên các nhà đầu tư cá nhân không thấy hấp dẫn khi nắm giữ trái phiếu, mà họ sẽ đầu tư vào cổ phiếu, do vậy, việc mua đi bán lại các trái phiếu sẽ không „nhộn nhịp” như cổ phiếu. *Thứ hai*, các nhà đầu tư tổ chức là các tổ chức như ngân hàng, các công ty bảo hiểm hay các doanh nghiệp lớn. Họ nắm giữ trái phiếu nhằm mục đích quản lý tính thanh khoản chứ không phải nhằm mục đích lợi nhuận. Do vậy, họ ưa thích nắm giữ trái phiếu chính phủ hơn là các trái phiếu doanh nghiệp. Chính vì thế, các giao dịch thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp rất ít, mà chủ yếu là giao dịch trái phiếu chính phủ. Đặc biệt, đối với các trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết chính thức trên sàn thì các nhà đầu tư nắm giữ cho đến ngày mãn hạn.

Trên sàn giao dịch Thành phố HCM (HOSE) hiện mới có 2 trái phiếu doanh nghiệp được niêm yết trong đó có một là trái phiếu của BIDV, còn trên sàn giao dịch Hà nội (HASTC) chỉ có một trái phiếu doanh nghiệp. Từ tháng 7 năm 2008, tất cả các trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ chỉ được giao dịch trên sàn HASTC. Giá trị giao dịch và giá trị niêm yết của các trái phiếu doanh nghiệp cũng rất khiêm tốn (xem hình 2). Chiếm tỷ trọng nhiều nhất vẫn là các trái phiếu của Ngân hàng phát triển (VDB) (45-50%) và trái phiếu chính phủ do kho bạc phát hành (35-40%), còn lại là trái phiếu chính quyền địa phương (5-10%), trái phiếu doanh nghiệp chỉ khoảng dưới 5%.

**Hình 3. Cơ cấu trái phiếu giao dịch**



Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội, 12/2007 ( [www.hastc.org.vn](http://www.hastc.org.vn) )

Thực tế cả 3 loại trái phiếu doanh nghiệp được giao dịch trên sàn HASTC đều do EVN và PVFC phát hành. PVFC là một tập đoàn tài chính, phát hành trái phiếu mục đích chính là để cung cấp dịch vụ tài chính. Việc phát hành khác rất nhiều so với việc phát hành trái phiếu của các tập đoàn kinh tế như EVN.

**Bảng 5. Giao dịch trái phiếu trên sàn HASTC**

TT	Tổ chức phát hành	Đáo hạn (năm)	Suất thu nhập (%)	Ngày phát hành	Ngày niêm yết	Số lượng niêm yết
1	PVFC	3	9,05	19/06/2006	12/7/2007	3.645.986
2	EVN	5	9,5	20/07/2006	16/07/2007	9.000.000
3	EVN	5	9,6	1/9/2007	24/09/2007	6.000.000

*Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, 24/07/2008 (www.hastc.org.vn)*

Các thành viên của thị trường trái phiếu bao gồm các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, bảo hiểm, các quỹ đầu tư, các công ty tài chính và các tổ chức tài chính trung gian khác. Tuy nhiên, các nhà tạo lập thị trường có tiềm lực nhất vẫn là các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán. Đứng đầu là các nhà đầu tư lớn trên thị trường phát hành và mua bán trái phiếu. Họ có thể là những nhà tạo lập thị trường cũng như người môi giới hay bảo lãnh. Tính cho đến thời điểm này ở Việt Nam mới chỉ có Vietcombank (VCB) và IncomBank (ICB) hoạt động như những công ty môi giới và bảo lãnh trái phiếu chuyên nghiệp. Hai ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước khác là VBARD và BIDV, một số ngân hàng cổ phần và ngân hàng nước ngoài như CitiBank, HSBC, Deutsch Bank, Standard Chartered Banks cũng đang ở bước đầu thực hiện hoạt động này.

### **2.5. Chi phí phát hành cổ phiếu thấp, không khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu**

Trong giai đoạn bùng nổ của thị trường chứng khoán (2006 - đầu 2007), việc huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu trở nên dễ dàng hơn so với việc vay tiền ngân hàng hay phát hành trái phiếu miễn là doanh nghiệp được xếp hạng tín dụng hạng B. Thậm chí ngay cả đối với các công ty chưa ra đời, mới chỉ là đề án thành lập trên giấy cũng có thể dễ dàng bán hết số cổ phiếu phát hành chỉ trong thời gian ngắn. Các nhà đầu tư phổ thông dễ bị hấp dẫn bởi những cổ phiếu được bán gấp 2 hoặc 3 lần mệnh giá. Rõ ràng, việc phát hành cổ phiếu tràn lan như vậy tiềm ẩn rủi ro rất lớn cho các nhà đầu tư. Sau khi phát hành, cổ đông khó có thể kiểm soát được công ty có thực sự đầu tư vốn vào các lĩnh vực và dự

án đã đề nghị trước đó hay không. Có công ty đã phát hành cổ phiếu sau đó đem tiền gửi ngân hàng, lãi ngân hàng thừa đủ để trả cổ tức, công ty không cần phải kinh doanh gì cả. Điều này nghe có vẻ phi lý nhưng đó là sự thật. Bởi vì số thặng dư vốn (tổng vốn thu được nhờ bán cổ phiếu ở mức giá cao hơn nhiều so với mệnh giá), lãi tiền gửi (tính theo số tiền này) cao hơn nhiều so với cổ tức phải trả cho các cổ đông (tính theo mệnh giá). Việc này không thể xảy ra ở các thị trường tài chính hoạt động hiệu quả, nhưng lại xảy ra ở Việt Nam. Giá cổ phiếu bị đẩy lên quá cao so với giá trị hiện tại hay giá trị thực (PV), khiến các nhà đầu tư phải đối mặt với cả rủi ro kinh doanh và rủi ro về tài chính trong tương lai gần khi doanh nghiệp kinh doanh thất bại.

Mặt khác, chi phí vốn khi huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu thấp hơn nhiều so với phát hành trái phiếu hay vay ngân hàng. Thậm chí kể cả khi phí vốn vay được khấu trừ trước khi tính thuế thu nhập thì số thặng dư vốn vẫn làm giảm chi phí vay vốn sau thuế, chính điều này đã khuyến khích các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu chứ không phải trái phiếu. Do đó, chỉ khi nào giá trị cổ phiếu được định giá một cách chính xác, doanh nghiệp mới phải dựa trên chi phí vốn, lựa chọn giữa việc phát hành cổ phiếu hay trái phiếu trong cơ cấu vốn của mình nhằm tối đa hoá giá trị doanh nghiệp.

## 2.6. Đường cong lãi suất vẫn chưa được xây dựng

Đường cong lãi suất (Yield curve) mô tả mối quan hệ giữa thời gian đến khi đáo hạn với lãi suất đến khi 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 trái phiếu chính phủ hoặc các trái phiếu của các công ty có uy tín. Các trái phiếu này được coi là có mức độ rủi ro thấp hoặc bằng không. Do đó, các mức lãi suất của các trái phiếu này được sử dụng làm lãi suất chuẩn (bench mark) 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. Để xây dựng được đường cong lãi suất, cần phải hội tụ đủ các điều kiện nhất định. *Thứ nhất*, trái phiếu phải chuẩn hóa, nghĩa là phải có mức lãi suất coupon như nhau và các điều khoản phát hành giống nhau trong cùng một ngành. *Thứ hai*, giá trái phiếu phải sẵn có, yết giá hàng ngày. *Thứ ba*, với một ngày giao dịch bất kỳ, phải có các giao dịch của các trái phiếu với kỳ hạn khác nhau, đây là điều kiện quan trọng để có thể xây dựng được đường cong lãi suất.

Hiện tại, ở Việt Nam chưa có đơn vị nào xây dựng đường cong lãi suất chuẩn. Ngân hàng ngoại thương đang phối hợp với Reuters và Trung tâm giao dịch chứng khoán để tìm cách xây dựng nhưng cho đến nay vẫn chưa thành công. Một trong những nguyên nhân cơ bản là hiện có quá nhiều loại trái phiếu giao dịch

trên thị trường (tính tới tháng 12/2007, riêng trái phiếu chính phủ có hơn 450 loại với kỳ hạn và ngày mãn hạn khác nhau) nên giao dịch bị phân tán. Bên cạnh đó, giao dịch repos và giao dịch mua đứt bán đoạn không bóc tách được nên lãi suất giao dịch không phản ánh chính xác lãi suất thị trường.

### **3. Các gợi ý chính sách**

#### **Nâng cao tính minh bạch và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán**

Đây là yêu cầu đầu tiên của một thị trường tài chính có hiệu quả cao. Trong thị trường này, tất cả các nhà đầu tư và các thành viên của thị trường đều nhận được đủ các thông tin như nhau. Thông tin liên quan tới vị thế tài chính của công ty phát hành sẽ được phản ánh chính xác và đầy đủ trong giá chứng khoán. Tại Việt Nam, tất cả các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán đều phải định kỳ công bố ra công chúng các báo cáo tài chính của mình và tất cả phải được bên ngoài kiểm toán. Tuy nhiên, sự chính xác và đầy đủ của các báo cáo này đôi lúc cũng không đáng tin cậy. Thậm chí một số doanh nghiệp còn cố sử dụng những “nghệ thuật tô vẽ” cho một vài chỉ tiêu nhạy cảm nhằm giúp mình có một bộ mặt sáng sủa hơn. Những hành động này có thể khiến cho tính toán của các nhà đầu tư bị bóp méo. Do vậy, họ rất khó khăn để xác định giá trị thực của cổ phiếu hay trái phiếu.

Theo đó, một nhóm các qui định chặt chẽ về việc minh bạch và công khai tình hình tài chính sẽ được đưa ra để giúp các nhà đầu tư thuận lợi hơn trong việc đưa ra quyết định. Tất cả các thông tin và dữ liệu được công bố ra công chúng, đặc biệt là các thông tin liên quan tới những thay đổi về quản lý và khả năng thanh toán của doanh nghiệp sẽ được kiểm toán và giám sát bởi các cơ quan có thẩm quyền. Tất cả các báo cáo tài chính do các công ty được niêm yết cung cấp trước tiên phải tuân theo các chuẩn mực kế toán Việt Nam, sau đó là các chuẩn mực quốc tế. Đề nghị này sẽ giúp các doanh nghiệp dễ dàng hơn trong việc phát hành chứng khoán hay niêm yết trong thị trường khu vực và quốc tế.

#### **Tách biệt giao dịch trái phiếu và giao dịch cổ phiếu**

Tính chất của giao dịch trái phiếu khác với giao dịch cổ phiếu. Phương thức giao dịch trái phiếu thường là thỏa thuận trực tiếp chứ không phải khớp lệnh. Người sử dụng hệ thống thường là nhà đầu tư cuối cùng, do vậy, nhu cầu thỏa thuận trực tiếp là rất cao. Hệ thống thường pha trộn giữa hệ thống thỏa thuận với hệ thống tra cứu thông tin có kèm các công cụ phân tích. Nếu không đáp ứng được yêu cầu này thì thông thường hệ thống sẽ không phát huy hiệu quả. Giao dịch nếu có chỉ là báo cáo giao dịch toàn bộ chứ không cung cấp đầy đủ các bước

của giao dịch như phân tích, ra quyết định đầu tư, thỏa thuận ra bên ngoài.

Sự pha trộn giữa giao dịch trái phiếu và giao dịch cổ phiếu như ở Việt Nam hiện nay sẽ cản trở sự phát triển của giao dịch trái phiếu, làm giảm tính thanh khoản của thị trường. Ủy ban chứng khoán nhà nước (SSC) còn đặt ra lộ trình nhằm tách biệt hai thị trường này và chọn ra phương thức mua bán phù hợp nhất: (i) từ nay tới 2010: ứng dụng hệ thống giao dịch đa định chế: chỉ gồm các nhà kinh doanh trái phiếu chuyên nghiệp làm chức năng môi giới và mua bán cho chính mình, các giao dịch được báo giá qua nhà môi giới (ii) từ 2010: ứng dụng hệ thống giao dịch liên định chế: cho phép các nhà đầu tư kết nối với nhiều nhà kinh doanh trái phiếu, cho phép xem tất cả các chào giá, nhà đầu tư được tự liên hệ với nhà kinh doanh có chào giá tốt nhất để thực hiện giao dịch<sup>6</sup>.

Trên thực tế, đề nghị tách biệt giao dịch trái phiếu và cổ phiếu đã được chính phủ phê duyệt vào tháng 6 năm 2008. Tuy nhiên, HASTC vẫn chưa thể áp dụng hệ thống giao dịch này do cơ sở hạ tầng phức tạp và đòi hỏi chi phí cao. Bên cạnh đó, sự lên xuống hiện nay của chỉ số VN-Index sau 8 năm phát triển cũng khiến các nhà lãnh đạo băn khoăn và lo lắng. Không sớm thì muộn, việc tách biệt giao dịch trái phiếu cũng sẽ được thực hiện vì mục tiêu nâng cao tính thanh khoản của thị trường.

### **Đặc biệt khuyến khích phát triển các tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp**

Trong mô hình thị trường tài chính hiệu quả cao, xếp hạng tín dụng sẽ là một tiêu chuẩn giúp các nhà đầu tư hay doanh nghiệp phát hành trong việc đánh giá rủi ro trái phiếu. Các nhà hoạch định chính sách nên hỗ trợ không chỉ các doanh nghiệp nhà nước, mà cả các công ty tư nhân thu thập và công bố các thông tin xếp hạng tín dụng doanh nghiệp hay xếp hạng trái phiếu. Hiện nay CIC có quyền thu thập các báo cáo tài chính của các khách hàng vay vốn do các ngân hàng cung cấp. Nhưng đôi khi các thông tin lại thiếu chính xác và lạc hậu. Sự tham gia của các tổ chức xếp hạng không phải nhà nước này sẽ giúp hoạt động cung cấp thông tin được khách quan và hiệu quả hơn. Một khi được tư nhân hóa, tất cả các thông tin trên thị trường sẽ là như nhau giữa các nhà đầu tư, hiện tượng thông tin không cân xứng và các giao dịch nội bộ sẽ giảm, tâm lý đầu tư được cải thiện và củng cố hơn.

Mô hình thành lập công ty định mức tín nhiệm khu vực có thể được áp dụng một cách linh hoạt ở Việt nam, trong bối cảnh nguồn nhân lực của Việt nam trong lĩnh vực này còn yếu và thiếu. Việc tận dụng công nghệ, và tri thức của các tổ

---

<sup>6</sup> Nguyễn Sơn, Trưởng ban phát triển thị trường, Hội thảo mở VDF, 12/2007.

chức định mức tín nhiệm khu vực và thế giới sẽ giúp các tổ chức định mức tín nhiệm của Việt nam nâng cao năng lực. Sự tham gia góp vốn của các tổ chức này được sự hậu thuẫn của các nhân tố sau, đó là: (i) sự phát triển mạnh mẽ của các hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài trong vòng 5 đến 10 năm nữa ở Việt nam, (ii) uy tín của chính các tổ chức này ở thị trường tài chính đang phát triển như Việt nam. Để đảm bảo cho tổ chức này hoạt động hiệu quả, các nhà hoạch định chính sách cũng cần quan tâm đến các điều kiện sau: các cổ đông phải được khuyến khích hoạt động một cách độc lập và uy tín; cổ phần phải được chuyển nhượng một cách rộng rãi và tỷ lệ nắm giữ tối đa là 5-10%, và sự cân bằng giữa tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông lớn để tránh tình trạng thông tin nội gián hay vấn đề mâu thuẫn về quản trị. Khi đó, không chỉ cơ quan nhà nước, mà các công ty và ngân hàng và quỹ đầu tư đều có quyền tham gia góp vốn thành lập tổ chức định mức tín nhiệm.

### **Đẩy mạnh sự phát triển của các nhà tạo lập thị trường**

Có thể nói rằng, tại Việt Nam, các ngân hàng thương mại hiện vẫn được xem là nhà tạo lập thị trường chính, bên cạnh các công ty bảo hiểm hay công ty chứng khoán. Trong thời kỳ tăng trưởng nóng của thị trường chứng khoán, các ứng viên này vẫn đang bận rộn với các hoạt động môi giới hay tự doanh chứng khoán hay tư vấn phát hành trái phiếu đợt đầu cho các doanh nghiệp nhà nước. Họ vẫn chưa tìm thấy động lực để trở thành nhà tạo lập thị trường trái phiếu. Các văn bản pháp luật cần được ban hành nhằm khuyến khích các ứng viên này trở thành nhà tạo lập thị trường. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang chìm sâu xuống đáy trong mấy tháng gần đây, việc thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu đang “ngủ yên” càng trở nên cấp bách.

Ở một số thị trường khu vực, mô hình câu lạc bộ trái phiếu là một trong những lựa chọn của các nhà tạo lập thị trường. Thành viên của câu lạc bộ trái phiếu là các ngân hàng thương mại, các công ty bảo hiểm và các nhà đầu tư là các tổ chức khác. Họ sẽ được chia sẻ thông tin, kiến thức và kinh nghiệm về đầu tư trái phiếu. Họ cũng sẽ có lợi từ việc phát triển quan hệ cũng như có tiếng nói chung thống nhất trong việc bảo vệ quyền lợi của các thành viên khi phát sinh mâu thuẫn. Tại Việt Nam, câu lạc bộ trái phiếu chỉ mới được thành lập, dưới dạng diễn đàn không chính thức của các nhà đầu tư, chưa được bất kỳ cấp chính quyền nào thừa nhận. Phát triển mô hình này sẽ giúp thúc đẩy sự hình thành các nhà tạo lập thị trường chuyên biệt ở một thị trường trái phiếu mới như Việt Nam.

### **Đa dạng hóa các loại trái phiếu doanh nghiệp**

Hiện tại, các trái phiếu doanh nghiệp được phát hành có 2 loại chính: (i) lãi suất cố định, trả lãi hàng năm (lãi suất coupon) và (ii) lãi suất thả nổi theo lãi suất

thị trường. Doanh nghiệp sẽ chọn một trong hai hình thức này, tùy theo diễn biến thực tế của nền kinh tế. Trong một nền kinh tế ổn định, doanh nghiệp nên phát hành trái phiếu có lãi suất cố định, mang lại một mức thu nhập ổn định cho các nhà đầu tư. Khi đó, cả lãi suất và giá trái phiếu đều gần như cố định, lợi nhuận của nhà đầu tư không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Ngược lại, khi nền kinh tế phải đối mặt với nhiều biến động của các yếu tố kinh tế vĩ mô thì các nhà đầu tư lại thích lãi suất thả nổi theo lãi suất thị trường. Ví dụ, lạm phát cao dẫn tới giảm lãi suất thực, lãi suất danh nghĩa của trái phiếu sẽ thay đổi để bù vào thiệt hại do tác động tiêu cực của lạm phát cao gây nên.

Trong điều kiện nền kinh tế Việt nam đang hội nhập mạnh mẽ vào nền kinh tế thế giới, chịu tác động ngày càng nhiều của các biến động kinh tế vĩ mô từ nền kinh tế Mỹ hay các nước Châu Á, thì việc đảm bảo sự ổn định tương đối của giá trái phiếu là điều kiện quan trọng để thu hút các nhà đầu tư. Ví dụ, như việc phát hành trái phiếu có lãi suất đảm bảo bằng vàng, hay lãi suất thực được đảm bảo dương trong trường hợp lạm phát cao. Sự đảm bảo này sẽ củng cố thêm lòng tin của các nhà đầu tư.

Bên cạnh đó, để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu, doanh nghiệp có thể lựa chọn phát hành trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu hay trái phiếu gắn với quyền mua (warrant) như trường hợp của Vinaconex phát hành trái phiếu gắn với quyền mua cổ phiếu của một công ty thành viên với mức giá ưu đãi. Thực tế, lãi suất của trái phiếu này không quá cao (chỉ 5%), nhưng quyền mua cổ phiếu ở mức giá bằng 1.5 lần mệnh giá sẽ làm giảm giá của trái phiếu.

Các doanh nghiệp cũng có thể phát hành trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu sau một thời gian xác định với một tỷ lệ nhất định. Khi đó, cơ cấu vốn của doanh nghiệp sẽ chuyển đổi từ nợ sang vốn chủ sở hữu. Các trái chủ sẽ được chuyển đổi thành cổ đông, được quyền hưởng các thu nhập thặng dư của doanh nghiệp trong kinh doanh, điều mà trái chủ không có. Mặt khác, doanh nghiệp, doanh nghiệp sẽ không phải trả tiền vốn vay cho trái chủ bởi bây giờ họ đã trở thành cổ đông.

### **Khuyến khích sự tham gia các quỹ đầu tư đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp**

Hiện tại, các quỹ đầu tư hay các quỹ tương hỗ ở Việt nam đã khá phát triển, với danh mục đầu tư cả trực tiếp và gián tiếp. Đây là một trong những thành viên tích cực của thị trường góp phần tăng tính thanh khoản của trái phiếu. Khác với các nhà tạo lập thị trường, các quỹ đầu tư sẽ tập hợp các nguồn vốn nhỏ lẻ từ nhiều nhà đầu tư không chuyên nghiệp, đầu tư vào danh mục các trái phiếu và cổ phiếu. Khi đó, một cách chuyên nghiệp và cơ hội tiếp cận thông tin đầy đủ hơn, các quỹ đầu tư sẽ thực hiện việc mua bán trái phiếu kiếm lời.

Theo một nghiên cứu năm 2006 của World Bank (World bank, 2006) ở các nước ASEAN+3, giá trị chứng khoán các quỹ đầu tư nắm giữ đến 40% đến 60% GDP, tiếp đó là đến các quỹ hưu trí (20% -30% GDP) và cuối cùng là các công ty bảo hiểm, khoảng từ 5% đến 10% GDP. So sánh với các quỹ đầu tư ở Việt nam thì con số này quả là con số “mơ ước”. Có thể nói, chính sự tham gia tích cực của các quỹ đầu tư tương hỗ và hưu trí làm tăng tính thanh khoản cho thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng.

## **Kết luận**

Tóm lại, công cuộc công nghiệp hoá ở Việt Nam đã tạo nên sức ép về nhu cầu vốn lớn, do đó vai trò của thị trường trái phiếu doanh nghiệp là không thể phủ nhận. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu ở Việt Nam vẫn chưa phát triển, mặc dù đây là kênh chủ yếu để huy động vốn dài hạn. Để khuyến khích thị trường này, cần quan tâm tới việc tiếp cận cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Việc đầu tiên phải làm liên quan tới các chính sách khuyến khích doanh nghiệp phát hành trái phiếu như chính sách lãi suất thả nổi, đa dạng hoá các loại trái phiếu, xác định chính xác chi phí vốn cũng như chi phí nợ và phát triển các tổ chức xếp hạng tín dụng. Tiếp theo đó là các chính sách đẩy mạnh sự phát triển của thị trường thứ cấp như xây dựng đường cong lãi suất, phát triển các nhà tạo lập thị trường, khuyến khích sự tham gia của các quỹ đầu tư làm tăng tính thanh khoản cho thị trường.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Phát triển nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt nam (2007) PGS.TS Trần Đăng Khâm
2. Phát triển thị trường giao dịch trái phiếu thứ cấp ở Việt nam ( 2007), Vũ Phúc Toàn
3. Báo cáo Tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp ( 2007), Vụ chính sách, Bộ Tài chính
4. Quyết định 128/ QĐ-TTg ngày 2/8/2007 về Phát triển thị trường vốn ở Việt nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020.
5. Dự thảo Đề án thành lập thị trường trái phiếu Chính phủ chuyên biệt (8/2007), Ủy ban Chứng khoán nhà nước.
6. Peter S. Rose; 2003; *“Money and Capital Markets”*; 8<sup>th</sup> Edition; 2003
7. Vietnam Development Report ( 2007), Worldbank
8. Capital structure in Transition : The Transformation of Financial Strategies in China’s Emerging Economy, ( 2004), Lisa A. Keister, Organisation Science Linthicum, Vol. 15, Iss. 2, p. 145-158
9. East Asian Finance, The Road to Robust Market, Worldbank, 2007
10. IMF Country Report, 2006
11. [www.ssi.com](http://www.ssi.com); [www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn); [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn);

# **Nguồn tài chính trong nước và nước ngoài cho tăng trưởng ở Việt Nam**

NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI  
Số 36 - Ngõ Hòa Bình 4 - Minh Khai -  
Quận Hai Bà Trưng - Hà Nội  
ĐT: (04). 36246917 - 36246920 \* Fax: (04). 36246915

- \* \* \* -

Chịu trách nhiệm xuất bản  
Hà Tất Thắng  
Biên tập và sửa bản in:  
Nguyễn Thị Phương  
Thiết kế tại:  
Công ty TNHH In Hoàng Minh

---

In 500 cuốn, khổ 16x24 cm,  
Chấp nhận ĐKKHXB số: 268/QĐ-NXBLĐXH  
In xong và nộp lưu chiểu Quý III 2009