

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

TRẦN THỊ THU TÂM

**XÂY DỰNG MÔ HÌNH CÔNG TY ĐỊNH
MỨC TÍN NHIỆM Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành : KINH TẾ TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG
Mã số : 60.31.12

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:
PGS.TIẾN SĨ SỬ ĐÌNH THÀNH**

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2007

MỤC LỤC

MỤC LỤC	1
DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CHỮ VIẾT TẮT	3
DANH MỤC CÁC BẢNG	4
DANH MỤC CÁC ĐỒ THỊ	5
DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ	6
LỜI MỞ ĐẦU	7
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VÀ CÔNG TY ĐỊNH MỨC TÍN NHIỆM	9
1.1. Hệ thống tài chính và các cơ chế tài trợ vốn	9
1.1.1. Hệ thống tài chính.....	9
1.1.2. Các cơ chế tài trợ vốn	11
1.2. Vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính	15
1.2.1. Lựa chọn bất lợi (AS)	16
1.2.2. Rủi ro đạo đức (MH).....	17
1.3. Định mức tín nhiệm (Credit Rating) và công ty định mức tín nhiệm (Credit Rating Agency – CRA)	19
1.3.1. Định nghĩa về định mức tín nhiệm (Credit Rating) và công ty định mức tín nhiệm(Credit Rating Agency – CRA).....	19
1.3.2. Lịch sử hình thành và phát triển của CRA.....	20
1.3.3. Đặc điểm của CRA	23
1.3.4. Vai trò của CRA.....	25
1.3.5. Đối tượng xếp hạng và các sản phẩm dịch vụ của CRA.....	27
1.3.6. Quy trình định mức tín nhiệm của các CRA.....	29
1.4. Kinh nghiệm về việc xây dựng và tổ chức hoạt động của CRA trên thế giới	34
1.4.1. Mô hình CRA của một số quốc gia trên thế giới	34
1.4.2. Bài học kinh nghiệm	37
CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG CƠ CHẾ TÀI TRỢ VỐN CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM VÀ SỰ CẦN THIẾT PHẢI THÀNH LẬP VÀ TỔ CHỨC HOẠT ĐỘNG HIỆU QUẢ CRA TẠI VIỆT NAM	41
2.1. Thực trạng cơ chế tài trợ vốn của hệ thống tài chính Việt Nam	41
2.1.1. Cơ chế tài trợ vốn gián tiếp thông qua hệ thống ngân hàng	41
2.1.2. Cơ chế tài trợ vốn trực tiếp	45
2.2. Sự cần thiết phải thành lập và tổ chức hoạt động hiệu quả CRA tại Việt Nam	52
2.2.1. Tính yếu kém của một số CRA tại Việt Nam trong thời gian qua.....	52
2.2.2. Xu hướng phát triển tất yếu của hình thức huy động vốn bằng phát hành trái phiếu ở Việt Nam.....	55

2.3. Những thuận lợi và khó khăn đối với việc thành lập và tổ chức hoạt động của CRA tại Việt nam	62
2.3.1. Thuận lợi:.....	62
2.3.2. Khó khăn.....	64
CHƯƠNG 3: MÔ HÌNH VÀ GIẢI PHÁP CHO HOẠT ĐỘNG CỦA CRA TẠI VIỆT NAM	68
3.1. Mô hình tổ chức và hoạt động	68
3.1.1. Các mô hình tổ chức và hoạt động của các CRA tại một số nước trên thế giới và khả năng áp dụng tại Việt Nam	68
3.1.2. Mô hình đề xuất	71
3.2. Các yêu cầu cần thiết đối với hoạt động của CRA.....	72
3.3. Đối tượng xếp hạng	76
3.3.1. Xếp hạng các công cụ nợ dài hạn, bao gồm việc xếp hạng tổ chức phát hành nợ dài hạn và xếp hạng đợt phát hành nợ dài hạn.....	76
3.3.2. Xếp hạng tiền gửi và khả năng tài chính của các ngân hàng TMQD và TMCP Việt Nam.....	77
3.3.3. Xếp hạng các DNNN có quy mô lớn đã và đang tiến hành cổ phần hóa, các doanh nghiệp đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam	77
3.3.4. Xếp hạng các doanh nghiệp vừa và nhỏ của Việt Nam	78
3.4. Hệ thống đánh giá xếp hạng.....	78
3.5. Phương pháp định mức tín nhiệm.....	80
3.5.1. Chỉ tiêu định tính (Thông tin phi tài chính)	80
3.5.2. Chỉ tiêu định lượng (Thông tin tài chính)	85
3.5.3. Phương pháp định mức tín nhiệm.....	87
3.6. Các giải pháp hỗ trợ cho sự phát triển của CRA tại Việt Nam	94
3.6.1. Phát triển thị trường trái phiếu nhằm tạo thị trường cho hoạt động của CRA.....	94
3.6.2. Xây dựng, đào tạo nguồn nhân lực	96
3.6.3. Xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý và các quy định hướng dẫn cho hoạt động của CRA	96
3.6.4. Phổ cập kiến thức về vai trò của Định mức tín nhiệm.....	103
KẾT LUẬN.....	104
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	105

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CHỮ VIẾT TẮT

CRA	: Credit Rating Agency - Công ty định mức tín nhiệm
IOSCO	: The International Organization of Commissions - Tổ chức quốc tế các Ủy ban chứng khoán
WTO	: World Trade Organization - Tổ chức thương mại thế giới
AI	: Asymmetric Information – Thông tin bất cân xứng
AS	: Adverse Selection - Lựa chọn bất lợi
MH	: Moral Hazard - Rủi ro đạo đức
IMF	: International Monetary Fund - Quỹ tiền tệ quốc tế
WB	: World Bank – Ngân hàng thế giới
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TC	: Tài chính
CK	: Chứng khoán
ĐMTN	: Định mức tín nhiệm
OTC	: Over the counter - Thị trường giao dịch không chính thức
TPCP	: Trái phiếu chính phủ
DNNN	: Doanh nghiệp nhà nước
DN	: Doanh nghiệp
GDP	: Gross Domestic Product - Tổng sản phẩm quốc nội
TMQD	: Thương mại quốc doanh
TMCP	: Thương mại cổ phần
SMEs	: Small and medium Enterprises – các doanh nghiệp vừa và nhỏ
TSCĐ	: Tài sản cố định
TSLĐ	: Tài sản lưu động
TS	: Tài sản
DTT	: Doanh thu thuần
GVHB	: Giá vốn hàng bán
HTK	: Hàng tồn kho
DS	: Doanh số
VCSH	: Vốn chủ sở hữu
EBIT	: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay
HĐKD	: Hoạt động kinh doanh

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1.1: Các chỉ tiêu định mức tín nhiệm doanh nghiệp được tổng hợp từ Moody's và S&P's	31
Bảng 1.2: Ký hiệu thang điểm định mức tín nhiệm dài hạn của 03 CRA hàng đầu thế giới	32
Bảng 2.1: Đặc điểm của một số loại trái phiếu đang giao dịch ở thị trường trái phiếu Việt Nam.....	49
Bảng 3.1: Hình thức hoạt động của CRA tại một số nước điển hình	70
Bảng 3.2: Cơ cấu cổ đông CRA của một số nước điển hình	70
Bảng 3.3: Các chỉ tiêu tài chính được sử dụng để đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp.....	85
Bảng 3.4: Mẫu bảng điểm đánh giá môi trường vĩ mô	88
Bảng 3.5: Mẫu bảng điểm đánh giá về môi trường ngành.....	89
Bảng 3.6: Mẫu bảng điểm đánh giá điều kiện kinh doanh.....	90
Bảng 3.7: Mẫu bảng điểm đánh giá chỉ tiêu về chất lượng quản lý.....	91
Bảng 3.8: Mức hạng và giá trị chuẩn các chỉ tiêu tài chính của ngành	92
Bảng 3.9: Mức hạng và điểm chuẩn của từng chỉ tiêu.....	93
Bảng 3.10: Bảng điểm chuẩn tổng kết xếp hạng của ngành	94
Bảng 3.11: Tham khảo về điều kiện cấp phép hoạt động của CRA tại Hàn Quốc	98
Bảng 3.12: Chính sách về việc lựa chọn hình thức cấp phép hay giấy chứng nhận	99
Bảng 3.13: Chính sách định mức tín nhiệm bắt buộc hoặc tự nguyện	100
Bảng 3.14: Các quy định đầu tư đối với các tổ chức tài chính liên quan đến tiêu chí kết quả định mức tín nhiệm	102

DANH MỤC CÁC ĐỒ THỊ

Đồ thị 1.1: Tỷ lệ tài sản NHTM/ Giá trị vốn TTCK (1992-1997) (Đơn vị tính: lần).....	15
Đồ thị 2.1: Tăng trưởng huy động vốn của hệ thống ngân hàng giai đoạn 2000-2005	43
Đồ thị 2.2: Quy mô huy động vốn của hệ thống ngân hàng giai đoạn 2000-2005	43
Đồ thị 2.3: Quy mô tín dụng của hệ thống ngân hàng giai đoạn 2001-2005	43
Đồ thị 2.4: Biến động của VNIndex đến tháng 4/2007.....	46

DANH MỤC CÁC SƠ ĐỒ

Sơ đồ 1.1: Mô tả hoạt động của định chế trung gian tài chính	10
Sơ đồ 1.2: Các cơ chế tài trợ vốn.....	12
Sơ đồ 1.3: Sơ đồ chi tiết về cơ chế tài trợ vốn gián tiếp	12
Sơ đồ 1.4: Sơ đồ chi tiết về cơ chế tài trợ vốn trực tiếp.....	13
Sơ đồ 1.5: Cơ cấu chức năng bộ phận định mức tín nhiệm của Moody's	35
Sơ đồ 1.6: Mô hình tổ chức của TRIS	36
Sơ đồ 3.1: Các nội dung cần thiết ban đầu cho việc thành lập CRA	68
Sơ đồ 3.2: Các yêu cầu cần thiết đối với hoạt động của CRA.....	73
Sơ đồ 3.3: Quy trình định mức tín nhiệm cơ bản.....	74
Sơ đồ 3.4: “ Câu chuyện con gà và quả trứng về CRA ở các thị trường mới nổi”	96
Sơ đồ 3.5: Môi quan hệ của CRA đối với các chủ thể có liên quan trong việc tổ chức và hoạt động của CRA.....	99

LỜI MỞ ĐẦU

Tính cấp thiết và ý nghĩa khoa học của đề tài

Vấn đề về nhu cầu vốn, huy động vốn, tài trợ vốn là những vấn đề lớn của nền kinh tế mà chính phủ, các doanh nghiệp của nền kinh tế Việt Nam đang phát triển phải giải quyết. Bên cạnh cơ chế tài trợ vốn truyền thống thông qua hệ thống ngân hàng vẫn đang chiếm vị trí trọng yếu nhưng ngày càng quá tải, hệ thống tài chính Việt Nam đang phát triển và hình thành cơ chế tài trợ vốn gián tiếp với sự ra đời và hoạt động của thị trường chứng khoán trong những năm gần đây. Doanh nghiệp, các thành phần kinh tế có thêm cơ hội và kênh huy động vốn. Người dân và các tổ chức có vốn nhàn rỗi có cơ hội đầu tư vào nền kinh tế. Tuy nhiên, làm thế nào để việc huy động vốn, sử dụng vốn của các người cần vốn và việc đầu tư của các tổ chức, cá nhân có hiệu quả chính là vấn đề quan trọng nhất. Muốn vậy, một trong những giải pháp cấp bách chính là giải quyết vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường tài chính.

Việt Nam đang trong tiến trình phát triển và hội nhập vào nền kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, đặc biệt là hội nhập về tài chính. Cùng với những lợi thế mang lại từ hội nhập, các chủ thể trong nền kinh tế Việt Nam phải không ngừng nâng cao khả năng cạnh tranh, phát triển cả về chất và lượng thì mới có thể đứng vững được trước những cạnh tranh khốc liệt phải đối mặt. Riêng đối với thị trường tài chính, bên cạnh việc sẵn sàng chuẩn bị về năng lực vốn, quản trị, con người, công nghệ ... thì vấn đề minh bạch hóa thông tin là một yêu cầu bắt buộc.

Chính từ những lý do đó, thị trường tài chính Việt Nam cần có một thành phần không thể thiếu chính là các công ty định mức tín nhiệm (Credit Rating Agency). Các công ty này đóng vai trò là trung gian thẩm định rủi ro và làm giảm sự bất cân xứng thông tin trên thị trường tài chính. Loại hình doanh nghiệp này đã ra đời rất lâu và ngày càng khẳng định vai trò to lớn của mình ở các nước trên thế giới và khu vực nhưng vẫn còn khá xa lạ ở Việt Nam. Mục đích chọn đề tài **“Xây dựng mô hình Công ty định mức tín nhiệm ở Việt Nam”** là mong muốn làm rõ hơn về các đặc điểm và vai trò của các Công ty định mức tín nhiệm đối với việc phát triển thị trường tài chính Việt Nam và xây dựng mô hình tổ chức hoạt động hiệu quả của công ty định mức tín nhiệm tại Việt Nam trong thời gian tới.

Phạm vi và đối tượng nghiên cứu

Dựa trên những lý thuyết về hệ thống tài chính, các cơ chế tài trợ vốn, vấn đề bất cân xứng thông tin và công ty định mức tín nhiệm kết hợp với thực tiễn về việc thực hiện các cơ chế tài trợ vốn thông qua hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán ở nước ta trong thời gian qua, phạm vi nghiên cứu của đề tài là phân tích sự cần thiết phải tổ chức hoạt động hiệu quả công ty định mức tín nhiệm từ đó đề xuất một số ý kiến về mô hình

tổ chức hoạt động, các yêu cầu cần thiết, phương thức định mức tín nhiệm và một số giải pháp hỗ trợ khác để có thể xây dựng thành công công ty định mức tín nhiệm tại Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu

Đề tài được nghiên cứu theo phương pháp thu thập các số liệu lịch sử được công bố từ các phương tiện thông tin đại chúng, các nguồn thông tin được thu thập từ các tài liệu nghiên cứu kết hợp với các phương pháp thống kê, so sánh, phân tích, dùng đồ thị minh họa để đưa ra các nhận xét, phân tích về sự cần thiết của công ty định mức tín nhiệm và đề xuất mô hình công ty định mức tín nhiệm thích hợp đối với Việt Nam.

Bố cục của đề tài

Nội dung của đề tài được trình bày trong 3 chương.

Chương 1: Cơ sở lý luận về hệ thống tài chính và công ty định mức tín nhiệm

Chương 2: Thực trạng cơ chế tài trợ vốn của hệ thống tài chính Việt Nam và sự cần thiết phải thành lập và tổ chức hoạt động hiệu quả CRA tại Việt Nam

Chương 3: Mô hình và giải pháp cho hoạt động của CRA tại Việt Nam

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH VÀ CÔNG TY ĐỊNH MỨC TÍN NHIỆM

1.1. Hệ thống tài chính và các cơ chế tài trợ vốn

1.1.1. Hệ thống tài chính

1.1.1.1. Thị trường tài chính

Một trong những cơ sở cho sự phát triển của nền kinh tế là việc tạo lập được các công cụ tài chính và có được một thị trường tài chính hoạt động hữu hiệu. Thị trường tài chính nếu được thiết lập và hoạt động tốt sẽ cung ứng vốn đầy đủ và có hiệu quả cho nền kinh tế, bao gồm cả vốn ngắn hạn và vốn dài hạn. Ngoài ra, nền kinh tế sẽ được cung cấp các dịch vụ tài chính như: tư vấn, bảo lãnh, định mức tín nhiệm, môi giới, kiểm toán ... Từ đó nâng cao hiệu quả kinh doanh của nền kinh tế nói chung và của từng tổ chức kinh tế nói riêng.

Trong phạm vi đề tài này, căn cứ vào thời hạn tín dụng, thị trường tài chính được hình thành theo cơ cấu gồm hai bộ phận: thị trường tiền tệ và thị trường vốn.

a. Thị trường tiền tệ

Thị trường tiền tệ là nơi giao dịch các công cụ tài chính có thời hạn dưới 01 năm, bao gồm:

- Thị trường tín dụng ngắn hạn qua ngân hàng
- Thị trường tiền tệ liên ngân hàng: gồm thị trường nội tệ liên ngân hàng và thị trường ngoại tệ liên ngân hàng.
- Thị trường ngoại hối
- Thị trường mua bán các giấy tờ có giá ngắn hạn

Các công cụ tài chính mua bán trên thị trường tiền tệ chủ yếu là các loại giấy tờ có giá hay chứng khoán có thời gian đáo hạn dưới một năm, điển hình là: tiền giấy, euro dollar, vàng, chứng chỉ tiền gửi tiết kiệm, kỳ phiếu ngân hàng, hợp đồng tín dụng ngắn hạn, thương phiếu, tín phiếu kho bạc và các chứng khoán nợ dài hạn có thời gian đáo hạn còn lại dưới một năm.

b. Thị trường vốn

Thị trường vốn là nơi giao dịch các công cụ tài chính có thời hạn trên một năm, bao gồm thị trường tín dụng trung và dài hạn qua ngân hàng, thị trường cho thuê tài chính và thị trường chứng khoán. Trong đó, thị trường chứng khoán là thị trường giao dịch các công cụ tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, các chứng khoán phái sinh.

1.1.1.2. Các định chế trung gian tài chính

a. Khái niệm

Các định chế trung gian tài chính là các tổ chức thực hiện huy động nguồn tiền của những người tiết kiệm cuối cùng và sau đó cung cấp cho những người cần vốn cuối cùng.

b. Đặc điểm của các định chế trung gian tài chính

- Các định chế trung gian tài chính là cơ sở kinh doanh được tổ chức và hoạt động để đạt được những mục đích sinh lợi nhất định.

Sơ đồ 1.1: Mô tả hoạt động của định chế trung gian tài chính



- Tiến trình tạo ra các đầu ra của các định chế trung gian tài chính gồm hai giai đoạn:
 - Giai đoạn 1: Huy động nguồn tiền của những người tiết kiệm cuối cùng bằng cách phát hành trái phiếu, kỳ phiếu, chứng chỉ tiền gửi tiết kiệm, tài khoản thanh toán.
 - Giai đoạn 2: Chuyển số vốn tiết kiệm này cho một số người cần vốn cuối cùng thông qua các hợp đồng tín dụng, hợp đồng bảo hiểm, thương phiếu, trái phiếu ...
- Các định chế trung gian tài chính đảm nhận những hoạt động trung gian sau: trung gian mệnh giá, trung gian rủi ro ngầm định, trung gian kỳ hạn, trung gian thanh khoản, trung gian thông tin.

c. Phân loại định chế trung gian tài chính

- Căn cứ vào đặc điểm hoạt động:

Định chế trung gian tài chính được phân loại thành:

- Ngân hàng thương mại
- Các quỹ tiết kiệm
- Các quỹ tín dụng
- Các công ty bảo hiểm

- Các công ty tài chính
- Quỹ hỗ trợ ...
- Căn cứ vào mức độ thực hiện chức năng trung gian:
 - Các định chế nhận tiền gửi: bao gồm các ngân hàng thương mại, các quỹ tín dụng, ...
 - Các định chế tiết kiệm theo hợp đồng: bao gồm các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm xã hội ...
 - Các định chế trung gian đầu tư: Bao gồm quỹ đầu tư, quỹ hỗ trợ, công ty tài chính ...

d. Vai trò của các định chế

- Khắc phục tình trạng thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính và hai vấn đề có liên đới là lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức.
- Góp phần giảm chi phí giao dịch của xã hội tức là chi phí liên quan đến tiền và thời gian để thực hiện giao dịch tài chính, mang lại lợi ích cho người tiết kiệm và người đi vay.
- Góp phần nâng cao hiệu quả kinh tế và tiêu chuẩn cuộc sống xã hội.

1.1.2. Các cơ chế tài trợ vốn

“Nếu ta coi đồng tiền là những “giọt máu” của nền kinh tế thì một cơ thể nền kinh tế hoàn chỉnh phải có hai “con tim”: con tim ngân hàng và con tim thị trường chứng khoán”¹. Nhận định này đã phản ánh chính xác hai cơ chế tài trợ vốn hiện nay: **cơ chế tài trợ vốn gián tiếp** và **cơ chế tài trợ vốn trực tiếp**.

1.1.2.1. Cơ chế tài trợ vốn gián tiếp

Vốn được huy động và phân bổ thông qua các tổ chức trung gian tài chính, đặc biệt là các ngân hàng. Như vậy, ngân hàng đóng vai trò trung gian giữa người tiết kiệm và người cho vay. Theo đó, ngân hàng tập trung, phân tán rủi ro khi cấp tín dụng cho nhiều dự án khác nhau và đạt được lợi thế theo quy mô bằng cách loại bỏ sự trùng lặp trong thẩm định và giám sát.

Huy động và phân bổ vốn thông qua ngân hàng là cần thiết khi thông tin về khả năng tín dụng của các đối tượng vay vốn có thể dễ dàng được diễn giải, nhưng lại tốn kém mới có được.

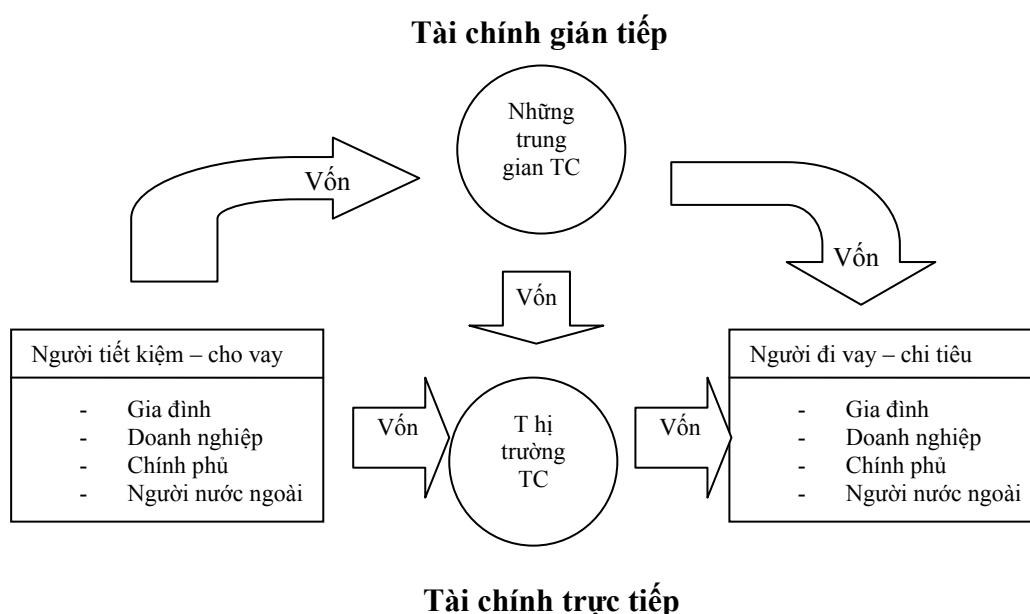
¹ Bùi Nguyên Hoàn - Toàn cảnh Thị trường Chứng khoán Việt Nam, NXB Thanh Niên, năm 2002.

1.1.2.2. Cơ chế tài trợ vốn trực tiếp

Vốn được huy động thông qua hình thức bán chứng khoán trực tiếp cho người tiết kiệm trên thị trường. Thị trường chứng khoán kết nối trực tiếp giữa người tiết kiệm và người cần vốn. Để thị trường hoạt động tốt thì chứng khoán cần phải có tính thanh khoản cao.

Thông thường, nếu có nhiều ý kiến khác nhau về triển vọng của hoạt động kinh doanh thì tài chính trực tiếp là cách thức tốt hơn trong việc cho phép từng người cấp vốn cụ thể có thể lựa chọn cơ hội đầu tư mà mình ưa thích.

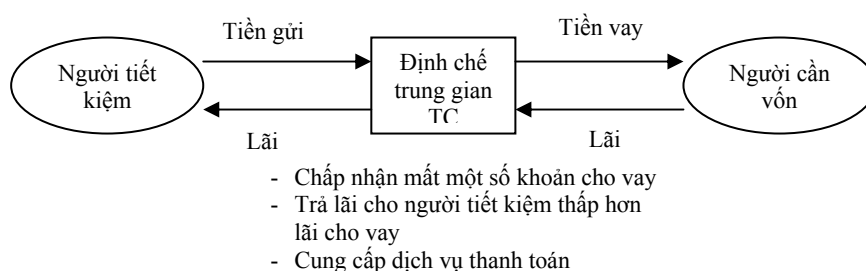
Sơ đồ 1.2: Các cơ chế tài trợ vốn



Trong hai cơ chế này, ngân hàng và thị trường chứng khoán xử lý rủi ro theo các cách khác nhau:

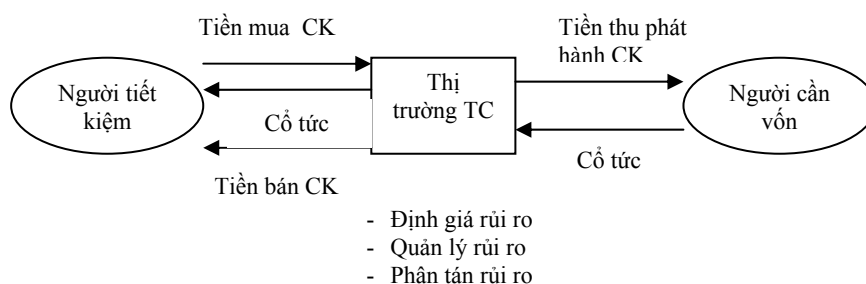
Đối với ngân hàng, do người gửi tiền không thích rủi ro và tiền gửi thường có kỳ hạn ngắn nên ngân hàng thường cho vay ngắn hạn và tập trung vào một số đối tượng an toàn. Người gửi tiền vào ngân hàng cũng có được độ an toàn cao hơn nhưng lãi suất nhận được cũng thấp hơn.

Sơ đồ 1.3: Sơ đồ chi tiết về cơ chế tài trợ vốn gián tiếp



Đối với thị trường, người tiết kiệm có cơ hội mua nhiều loại chứng khoán. Các doanh nghiệp cần vốn có nhiều cơ hội tiếp cận với nhiều nguồn vốn tiết kiệm. Người mua chứng khoán được lợi hay chịu thiệt nếu doanh nghiệp phát hành chứng khoán kinh doanh có lãi hay thua lỗ và do vậy yêu cầu lợi nhuận cao hơn để bù đắp rủi ro tương ứng. Đồng thời, để phân tán rủi ro, người mua chứng khoán đầu tư vào nhiều loại chứng khoán khác nhau (đa dạng hóa danh mục đầu tư).

Sơ đồ 1.4: Sơ đồ chi tiết về cơ chế tài trợ vốn trực tiếp



1.1.2.3. Các lập luận về việc lựa chọn cơ chế tài trợ vốn

Hiện nay, đang có nhiều lập luận khác nhau về việc lựa chọn một cơ chế tài trợ vốn thích hợp cho mỗi quốc gia. Với hai cơ chế tài trợ như vậy nên đã phát sinh ba lập luận chủ yếu:

a. Lập luận ủng hộ cơ chế tài trợ vốn gián tiếp

Lập luận này chứng minh rằng:

- Cơ chế tài trợ vốn gián tiếp sẽ cải thiện tình trạng bất cân xứng thông tin, cải thiện việc chiếm lĩnh thông tin của doanh nghiệp, cải thiện mức độ kiểm soát doanh nghiệp của chủ nợ và việc cung cấp các cơ chế giảm rủi ro và huy động vốn.
- Cơ chế tài trợ vốn trực tiếp không hiệu quả trong việc chiếm lĩnh thông tin. Ở các thị trường tài chính đã phát triển thông tin được tiết lộ một cách nhanh chóng nên các nhà đầu tư không quan tâm đến việc tìm hiểu, lựa chọn các cơ hội đầu tư. Còn ngân hàng có thể thực hiện đầu tư mà không cần phải tiết lộ ngay thông tin (Stiglitz, 1985).
- Thị trường chứng khoán không là cơ chế hữu hiệu để kiểm soát doanh nghiệp do một số nguyên nhân sau:
 - o Thông tin nội gián: Những người bên trong biết nhiều thông tin hơn những người bên ngoài doanh nghiệp và họ đã tận dụng trước các cơ hội để kiếm lợi cho mình hoặc xảy ra hiện tượng rò rỉ thông tin làm lũng đoạn thị trường.

- Thị trường chứng khoán với tính thanh khoản cao có thể khuyến khích hoạt động đầu tư, thúc đẩy kinh doanh, chi phối quyền quản lý và trong một số trường hợp có thể gây bất lợi cho nền kinh tế và xã hội.

b. Lập luận ủng hộ cơ chế tài trợ vốn trực tiếp

Những người ủng hộ cơ chế tài trợ vốn trực tiếp cho rằng:

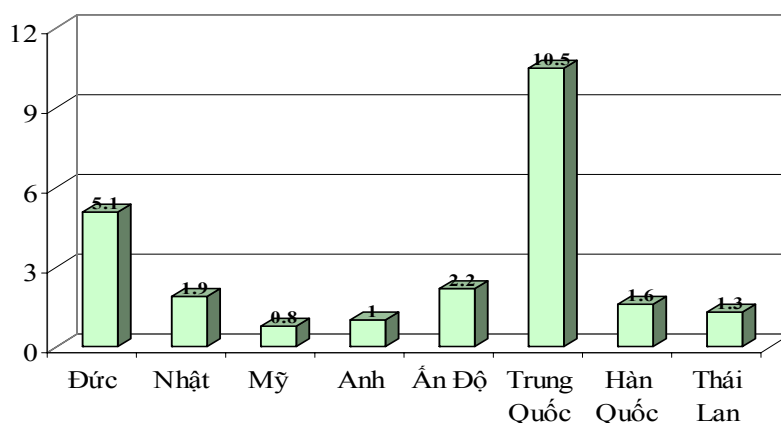
- Cơ chế tài trợ vốn trực tiếp cung cấp nhiều công cụ để quản lý rủi ro như yêu cầu thông tin minh bạch, việc đáp ứng các tiêu chuẩn giao dịch, niềm yết của chứng khoán và cho những giao dịch riêng biệt của nhà đầu tư. Trong khi đó, tài chính dựa vào ngân hàng chỉ có thể cung cấp những giải pháp quản lý rủi ro cơ bản.
- Trong cơ chế tài trợ vốn gián tiếp, các ngân hàng có thể có quá nhiều ảnh hưởng tới doanh nghiệp, từ đó tạo cơ sở để buộc doanh nghiệp phải trả phí nhiều hơn.
- Ngân hàng có xu hướng giới hạn phạm vi cho vay và quy mô cho vay trong các dự án an toàn và do vậy có thể bỏ sót và không tạo cơ hội đổi mới và phát triển cho những doanh nghiệp còn non trẻ, có độ rủi ro cao.
- Tài chính dựa vào thị trường chứng khoán có thể cung cấp nguồn vốn dài hạn hơn cho doanh nghiệp.
- Trong cơ chế tài trợ vốn gián tiếp có thể xảy ra tình trạng cán bộ ngân hàng câu kết với doanh nghiệp dẫn đến tình trạng không quản lý được vốn vay.

c. Lập luận về tính bổ trợ lẫn nhau của hai cơ chế tài trợ vốn gián tiếp và trực tiếp

Hai cơ chế tài trợ này có thể tồn tại song song và bổ trợ cho nhau. Điều này sẽ tạo điều kiện để khắc phục những mặt hạn chế của từng cơ chế. Đồng thời, sự cạnh tranh nhau giữa hai cơ chế sẽ tạo điều kiện cho các dịch vụ hoàn hảo và các công cụ tài chính đa dạng hơn. Ví dụ như thị trường chứng khoán có thể tăng tính cạnh tranh trong việc cung cấp các công cụ kiểm soát doanh nghiệp và có thể giảm những tiêu cực do quyền lực quá cao của ngân hàng gây ra khi cung cấp những kênh đầu tư thay thế.

Trên thực tế, chúng ta có thể nhận dạng cơ cấu tài chính của một số nước thông qua biểu đồ dưới đây.

Đồ thị 1.1: Tỷ lệ tài sản NHTM/ Giá trị vốn TTCK (1992-1997) (Đơn vị tính: lần)



Đối với các nước phát triển, hệ thống tài chính của Mỹ và Anh dựa vào thị trường chứng khoán để cung cấp vốn cho doanh nghiệp. Thị trường chứng khoán ở hai nước này không những đóng vai trò cấp vốn cho doanh nghiệp mà còn là cơ chế kiểm soát doanh nghiệp. Ngược lại, hệ thống tài chính của Đức và Nhật lại dựa vào ngân hàng, đặc biệt là Đức với mô hình ngân hàng đa năng. Đối với một số quốc gia châu Á như Hàn Quốc, Ấn Độ, Thái Lan và Trung Quốc thì cơ chế tài trợ vốn thông qua ngân hàng chiếm ưu thế, đặc biệt là Trung Quốc.

Như vậy, ngân hàng vẫn chiếm ưu thế trong hệ thống tài chính chính thức của các nước. Tuy nhiên, quy mô thị trường chứng khoán so với ngân hàng có xu hướng tăng lên theo trình độ phát triển kinh tế cả về thời gian lẫn giữa các nước với nhau.

Riêng đối với Việt Nam, hiện nay các doanh nghiệp huy động vốn chủ yếu dựa vào hệ thống ngân hàng, thị trường chứng khoán chỉ chiếm vai trò khá khiêm tốn trong vai trò cung cấp vốn cho doanh nghiệp. Cùng với tiến trình hội nhập kinh tế, gia nhập vào WTO, vai trò cung cấp vốn của thị trường chứng khoán trong thời gian tới sẽ phải tăng lên. Tuy nhiên, cùng với kinh nghiệm của các nước Châu Á và một số nền kinh tế có những đặc điểm tương đồng với Việt Nam như Trung Quốc, Thái Lan, Việt Nam cũng cần phải có những bước đi thận trọng và chắc chắn cùng với việc nâng cao vai trò của thị trường chứng khoán thì vai trò của ngân hàng vẫn chiếm một vị trí ưu thế hơn trong nền kinh tế.

1.2. Vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính

Đối với các giao dịch trên thị trường tài chính như việc cấp tín dụng của các tổ chức tín dụng cho khách hàng hay giao dịch mua bán cổ phiếu trên thị trường chứng khoán đều đòi hỏi phải có sự thông suốt thông tin. Các giao dịch đó đều dựa trên “sự tin cậy”: Khi cho vay, các tổ chức tín dụng luôn kỳ vọng rằng khách hàng của mình sẽ lựa chọn phương án đầu tư tốt và thực hiện tốt phương án đó để có đủ nguồn vốn hoàn trả đầy đủ gốc và lãi vay; khi quyết định đầu tư vào cổ phiếu của một công ty nào thì nhà đầu tư cũng luôn tin rằng công ty đó sẽ làm ăn hiệu quả, trả cổ tức cao và giá cổ phiếu đó sẽ

tăng giá. Tuy nhiên, tại sao tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng vẫn rất cao và có nhiều nhà đầu tư thua lỗ khi đầu tư chứng khoán? Một trong những nguyên nhân chủ yếu là do tình trạng *thông tin bất cân xứng (asymmetric information - AI)* đã tạo ra sự *lựa chọn bất lợi (adverse selection – AS, xảy ra trước khi thực hiện giao dịch)* và *rủi ro đạo đức (moral hazard – MH, xảy ra sau khi thực hiện giao dịch)*.

Thông tin bất cân xứng xảy ra khi một bên đôi tác nắm giữ thông tin, còn bên khác thì không biết đích thực về thông tin ở mức độ nào đó. Nguồn gốc của sự bất cân xứng thông tin là do:

- Tính minh bạch yếu: các nguồn thông tin phần lớn được tiếp cận qua các mối quan hệ trục lợi (rent seeking, lobby).
- Thị trường tài chính còn non yếu.
- Sử dụng các công cụ truyền tải thông tin hạn chế.

Những biểu hiện của sự bất cân xứng thông tin ở các thị trường mới nổi như sau:

- Tài trợ các dự án đầu tư thông qua ngân hàng thay vì qua thị trường chứng khoán.
- Các hợp đồng tín dụng chủ yếu được thực hiện chủ yếu dựa vào thông tin riêng của từng ngân hàng với con nợ.
- Tín dụng chủ yếu là ngắn hạn, ngân hàng có sức mạnh và người đi vay dễ dàng trở thành con nợ.
- Tín dụng chủ yếu dựa vào các bảo đảm (thế chấp) và ngân hàng khó có thể hướng đến những người đi vay yếu thế.

1.2.1. Lựa chọn bất lợi (AS)

Lựa chọn bất lợi là tình trạng một bên tham gia giao dịch che giấu thông tin để thủ lợi và gây ra những kết cục không mong đợi cho phía đối tác. Khi đó, lựa chọn của bên đối tác sẽ dựa trên thông tin bất cân xứng. Và hệ quả là lợi ích đạt được của bên che giấu thông tin cao hơn lợi ích kỳ vọng, chi phí của bên bất lợi thông tin cao hơn chi phí kỳ vọng.

Đối với hoạt động tín dụng, lựa chọn bất lợi có thể xảy ra khi bên đi vay có tình hình kinh doanh không tốt hay dự án có nhiều rủi ro đi vay và cố tình che giấu thông tin về tín hiệu tín dụng xấu của mình. Lúc đó, ngân hàng sẽ không cho vay hoặc cho vay với lãi suất cao. Khi đó, bên đi vay sẽ sẵn sàng chấp nhận mức lãi suất cao như vậy để dự án có thể được tiến hành và ngân hàng sẽ đối mặt với rủi ro tín dụng cao do không nhận thấy được đầy đủ rủi ro từ dự án. Đồng thời, khi đó một đơn vị có tình hình kinh doanh tốt đi vay lại cùng phải chịu mức lãi suất tương đương như vậy. Như vậy, việc che giấu thông tin của một bên đi vay sẽ gây bất lợi cho cả ngân hàng và người đi vay khác.

Tương tự như vậy, trên thị trường chứng khoán, khi phát hành chứng khoán, đơn vị phát hành không công bố thông tin đầy đủ về những rủi ro hay thua lỗ của mình sẽ làm cho nhà đầu tư nhận định không đầy đủ về tình hình của đơn vị phát hành và mua với mức giá cao, không hợp lý. Khi đó, nhà đầu tư đối mặt với nguy cơ thua lỗ nếu kết quả kinh doanh của đơn vị phát hành không như mong đợi và “hứa hẹn” ban đầu. Đồng thời, sau đó nếu những đơn vị tốt phát hành chứng khoán sẽ khó bán được chứng khoán hơn do nhà đầu tư cảnh giác và nghi ngờ về các thông tin được đưa ra.

Do biết chắc có lựa chọn bất lợi sẽ xảy ra, bên cho vay hay nhà đầu tư (người không có thông tin) sẽ sử dụng *cơ chế sàng lọc* (screening) nhằm lựa chọn dự án tốt, khách hàng tốt để cho vay, cổ phiếu tốt để đầu tư. Các tiêu chí sàng lọc của bên cho vay và nhà đầu tư chứng khoán gần giống nhau, đó là: mức độ tín nhiệm (thể hiện qua thương hiệu, uy tín, kinh nghiệm, khả năng hiểu biết và thực hiện dự án, trình độ quản lý, ...), năng lực tài chính (kết quả kinh doanh, nợ, vốn, giá cả cổ phiếu giao dịch hiện tại trên thị trường chứng khoán so với giá trị sổ sách ...), giá trị tài sản hiện có (thông qua các tài sản cố định hữu hình như trụ sở, đất đai đang quản lý sử dụng, máy móc...), thẩm định các yếu tố chủ quan và khách quan liên quan đến khả năng thành công của công việc kinh doanh của đối tác.

Ngược lại, nếu bên đi vay hay công ty phát hành cổ phiếu (người có đầy đủ thông tin) thật sự có thiện chí thì họ sẽ sẵn sàng cung cấp thông tin bằng *cơ chế phát tín hiệu* (signaling) để đối tác hiểu rõ về mình.

Nếu việc sàng lọc hay phát tín hiệu của cả hai phía gặp nhau và thực hiện tốt thì không có vấn đề gì phải bàn đến ở đây nhưng trên thực tế thì có rất nhiều trường hợp việc sàng lọc không được thực hiện tốt do nhiều lý do (trình độ người thẩm định không đáp ứng được yêu cầu, chi phí thẩm định cao...) hay bên đi vay, công ty phát hành cung cấp thông tin không đầy đủ, che giấu thông tin thì lựa chọn bất lợi chắc chắn xảy ra.

1.2.2. Rủi ro đạo đức (MH)

Rủi ro đạo đức là việc một bên đối tác che giấu hành vi sau khi ký kết các hợp đồng dẫn đến việc tuân thủ không đúng hợp đồng giao dịch tạo bất lợi cho một bên khác. Rủi ro đạo đức bắt nguồn từ suy nghĩ của người quản lý về những hoạt động họ cho là có hiệu quả nhưng lại không dễ dàng để giám sát hoặc là việc giám sát quá tốn kém. Khi đó họ có động cơ theo đuổi những lợi ích cá nhân của mình với cái giá phải trả bởi sự tổn thất của người khác.

Trong lĩnh vực tài chính, rủi ro đạo đức xảy ra khá phổ biến. Sau khi được ngân hàng giải ngân, người đi vay có xu hướng muốn sử dụng tiền vào mục đích khác mục đích trong dự án đã trình bày với ngân hàng vì họ nghĩ rằng làm như vậy sẽ mang lại lợi nhuận cao hơn. Khi đó chủ đầu tư sẽ nhận được những khoản lợi nhuận rất lớn nếu như dự án thành công

trong khi ngân hàng chỉ nhận được một khoản lợi ích cố định. Ngược lại, nếu dự án thất bại thì bên cho vay lại có thể bị mất một phần vốn hay toàn bộ vốn do không được hoàn trả đầy đủ. Trên thị trường chứng khoán, các công ty cổ phần sau khi được các cổ đông góp vốn không bị bắt buộc phải trả cổ tức nên nhiều trường hợp người quản lý Công ty thực hiện đầu tư vào các dự án nhiều rủi ro và không hiệu quả làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh từ đó kéo theo việc giảm mức cổ tức so với mức cổ tức kỳ vọng của nhà đầu tư và giá cổ phiếu trên thị trường sụt giảm.

Để hạn chế rủi ro đạo đức, người ta thường sử dụng *cơ chế giám sát* (monitoring) và *cơ chế khuyến khích* (incentive).

Trong *cơ chế giám sát*, nhà đầu tư chứng khoán thường giám sát thông qua thông tin thị trường, thông tin ngành, báo cáo tài chính định kỳ của các công ty phát hành, đại hội cổ đông thường niên và các trường hợp bắt buộc công bố thông tin qua Trung tâm giao dịch chứng khoán. Tổ chức tín dụng thực hiện cơ chế giám sát bằng việc kiểm tra sử dụng vốn vay sau khi giải ngân, kiểm tra hoạt động sản xuất kinh doanh của khách hàng vay theo định kỳ. Trong các hợp đồng tín dụng luôn có điều khoản yêu cầu khách hàng vay cung cấp đầy đủ và kịp thời các thông tin liên quan đến tình hình hoạt động, những thay đổi tác động nhiều đến bên vay... Ngoài ra, bên cho vay còn sử dụng các hệ thống giám sát khác như hệ thống thông tin tín dụng, thông tin trên thị trường chứng khoán, thông tin từ các đối thủ cạnh tranh, các cơ quan quản lý... Đối với các tổ chức tín dụng, hệ thống thông tin tín dụng rất quan trọng trong công tác giám sát khách hàng. Hệ thống này làm nhiệm vụ thu thập tất cả các thông tin liên quan đến hoạt động của tất cả các đối tượng được cấp tín dụng và sẽ cung cấp cho các thành viên trong hệ thống thông tin này hoặc bán cho những đối tác khác có nhu cầu. Ở các nước có hệ thống tài chính phát triển thường có các tổ chức định mức tín nhiệm độc lập như S&P, Moody..., kết quả xếp loại của các tổ chức uy tín này có ảnh hưởng rất lớn đến vị trí của các doanh nghiệp trên thị trường.

Đồng thời với việc giám sát, để hạn chế rủi ro đạo đức, biện pháp sử dụng *cơ chế khuyến khích* cũng khá hữu hiệu. Nguyên tắc chung là thông qua việc quan sát các kết quả mang lại từ hành vi và cung cấp hệ thống khuyến khích cho hành vi tốt thông qua việc thưởng cho những kết quả tốt. Trên thị trường tài chính, các tổ chức tín dụng sẽ cấp tín dụng với những điều kiện ưu đãi về lãi suất, phí, hạn mức tín dụng, tài sản đảm bảo ... cho những khách hàng có uy tín trong quan hệ, vay trả sòng phẳng. Ngược lại, đối với các khách hàng không có uy tín sẽ bị hạn chế tín dụng hoặc thậm chí chấm dứt quan hệ tín dụng. Còn đối với các công ty cổ phần, một số công ty sử dụng cơ chế khuyến khích bằng hình thức trả lương, thưởng bằng cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho nhân viên (ESOP), đặc biệt là cán bộ quản lý để gắn chặt quyền lợi của cá nhân, công ty và cổ đông.

Để hạn chế vấn đề thông tin bất cân xứng luôn là một việc rất khó khăn nhất là đối với thị trường tài chính của các nước đang chuyển đổi. Một câu hỏi luôn được đặt ra với nhiều

nước là làm thế nào để vừa cân đối việc cung cấp vốn kịp thời cho các chủ thể cần vốn để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với việc đảm bảo an toàn tín dụng, an toàn đầu tư cho các tổ chức tín dụng, các nhà đầu tư để thúc đẩy thị trường tài chính phát triển lành mạnh? Thị trường tài chính Việt Nam còn nhiều non kém cũng không phải là một ngoại lệ, việc đối mặt với thông tin bất cân xứng và xử lý nó của các tổ chức tín dụng, các nhà đầu tư tài chính cũng như những chủ thể cần vốn luôn là một vấn đề đã và đang được hết sức quan tâm. Và một trong những câu trả lời cho câu hỏi trên là việc thành lập và tổ chức hoạt động hiệu quả công ty định mức tín nhiệm tại Việt Nam. Đây là một nhân tố không thể thiếu góp phần tạo nên sự minh bạch về thông tin cho thị trường tài chính, tạo điều kiện thuận lợi cho việc huy động vốn, cho vay và đầu tư trong nền kinh tế, đặc biệt là cho sự phát triển của cơ chế tài trợ vốn dựa vào thị trường trong đó có thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam.

1.3. Định mức tín nhiệm (Credit Rating) và công ty định mức tín nhiệm (Credit Rating Agency – CRA)

1.3.1. Định nghĩa về định mức tín nhiệm (Credit Rating) và công ty định mức tín nhiệm (Credit Rating Agency – CRA)

1.3.1.1. Định mức tín nhiệm

Theo Bohn, John A. viết trong cuốn “Phân tích rủi ro trên các thị trường đang chuyển đổi” (2004), thì “*Xếp hạng tín nhiệm là sự đánh giá về khả năng một nhà phát hành có thể thanh toán đúng hạn cả gốc và lãi đối với một loại chứng khoán nợ trong suốt thời gian tồn tại của nó*”.

Theo Công ty Merrill Lynch (2002): “*Xếp hạng tín nhiệm là đánh giá hiện thời của công ty xếp hạng tín nhiệm về chất lượng tín dụng của một nhà phát hành chứng khoán nợ, về một khoản nợ nhất định*”.

Theo Công ty Moody’s (2006): “*Xếp hạng tín nhiệm là ý kiến về khả năng và sự sẵn sàng của một nhà phát hành trong việc thanh toán đúng hạn cho một khoản nợ nhất định trong suốt thời hạn tồn tại của khoản nợ đó*”.

Như vậy, theo tác giả hiểu một cách chung nhất *xếp hạng tín nhiệm là sự đánh giá hiện thời về mức độ sẵn sàng và khả năng trả gốc và lãi đối với chứng khoán nợ hoặc chứng khoán có tính chất nợ khác của một nhà phát hành trong suốt thời gian tồn tại của chứng khoán đó dựa trên một hệ thống đánh giá xác định*. Tuy nhiên, hiện nay xếp hạng tín nhiệm đã được mở rộng, các tổ chức xếp hạng tiến hành đánh giá khả năng trả nợ của một nhà phát hành tại một thời điểm nhất định theo định kỳ và trước mỗi đợt phát hành chứng khoán nợ. Đồng thời, phương pháp phân tích, đánh giá khả năng trả nợ đối với một nhà phát hành cũng được hoàn thiện hơn. Do vậy xếp hạng tín nhiệm của một nhà phát hành không chỉ cho biết khả năng trả nợ của nhà phát hành, hơn thế nữa nó còn cho biết tình hình và khả năng phát triển của một nhà phát hành chứng khoán. Nói cách khác, xếp

hạng tín nhiệm có thể cung cấp đánh giá tổng quát về tình hình và triển vọng phát triển của một nhà phát hành, bao gồm cả đối với chứng khoán nợ và chứng khoán vốn.

1.3.1.2. Công ty định mức tín nhiệm

Công ty định mức tín nhiệm là tổ chức cung cấp dịch vụ định mức tín nhiệm, đưa ra ý kiến về mức độ mức độ rủi ro tín dụng của các tổ chức phát hành chứng khoán và các nghĩa vụ tài chính của các tổ chức này. Các chứng khoán và nghĩa vụ tài chính được đề cập ở đây có thể là các khoản vay cá nhân, các trái phiếu, thương phiếu phát hành riêng lẻ hay ra công chúng, các cổ phiếu ưu đãi và các chứng khoán mang tính chất nợ khác có lãi suất cố định hay biến đổi. Để đơn giản, thuật ngữ “Nợ và các chứng khoán có tính chất nợ” (“Debt and debt – like securities”) được sử dụng để chỉ các chứng khoán nợ như trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi và các nghĩa vụ tài chính khác cùng tính chất này mà các CRA tiến hành định mức tín nhiệm. CRA cũng có những nghĩa vụ ngoài phạm vi thị trường trái phiếu. Hiệp ước Basel II về vốn cho phép sử dụng công ty định mức tín nhiệm hoặc các tổ chức đánh giá tín dụng đủ điều kiện để tính toán mức rủi ro tín dụng của một khoản cho vay của ngân hàng...

1.3.2. Lịch sử hình thành và phát triển của CRA

Không có một CRA hiệu theo đúng nghĩa như ngày nay nào tồn tại cho đến năm 1909, thời điểm xuất hiện của Moody’s Investors Services, Inc., (Moody’s) do ông John Moody (1868-1958) sáng lập, chuyên xếp hạng các trái phiếu đường sắt. Đến năm 1913, Moody’s phát triển thêm việc xếp hạng các trái phiếu ngành công nghiệp và tiện ích công cộng. Kể từ lúc đó, “xếp hạng của Moody’s” trở thành một yếu tố không thể thiếu của thị trường trái phiếu. Năm 1914, Moody’s bắt đầu xếp hạng các trái phiếu phát hành bởi các thành phố của Mỹ và các thành phố khác. Tiếp theo đó là sự ra đời của Standard & Poor’s (S&P’s) vào năm 1916 và Fitch Investors Services (Fitch’s) vào năm 1924.

Ngoài ra, có thể điểm qua một số tổ chức định mức tín nhiệm lớn khác như CBRS (Canadian Bond Rating Service - Tổ chức xếp hạng trái phiếu Canada) được thành lập năm 1972, tiếp theo là JBRI (Japanese Bond Rating Institute - Tổ chức xếp hạng trái phiếu Nhật Bản) hoạt động từ năm 1975. Kế tiếp là hàng loạt các công ty khác được thành lập để đáp ứng nhu cầu phát triển của thị trường tài chính, trong đó có IBCA (International Bond Credit Agency - Tổ chức xếp hạng trái phiếu quốc tế) ra đời năm 1978, Duff & Phelps trở thành công ty định mức tín nhiệm lớn thứ tư tại Mỹ vào năm 1982.

Tuy nhiên, tiền đề cho sự ra đời của các công ty định mức tín nhiệm với cột mốc năm 1909 chính là sự tổng hợp của ba loại hình tổ chức hoạt động đã có từ trước đó rất lâu, đó là tổ chức thông báo tín nhiệm (Credit Reporting Agency), tổ chức kinh doanh thông tin

bằng các ấn phẩm chuyên ngành và các ấn phẩm tài chính (Credit information services) và các ngân hàng đầu tư (Investment banks).

- *Các tổ chức thông báo tín nhiệm*: Đó là các tổ chức chuyên thu thập thông tin, ghi nhận, lưu trữ và làm dịch vụ bán thông tin về tình hình kinh doanh và mức độ tín nhiệm của các doanh nghiệp.
- *Tổ chức kinh doanh thông tin bằng các ấn phẩm chuyên ngành và các ấn phẩm tài chính*: Công ty kinh doanh thông tin đầu tiên là Baltimore & Ohio, bắt đầu hoạt động vào năm 1828. Năm 1832, tờ báo chuyên ngành về ngành đường sắt mang tên “ Nhật báo hỏa xa Mỹ” ra đời. Kể từ khi Henry Varnum Poor làm tổng biên tập từ năm 1849, tờ báo này đã trở thành ấn phẩm dành cho các nhà đầu tư với các thông tin được tập hợp và công bố một cách hệ thống về ngành đường sắt từ bất động sản, các tài sản, các khoản nợ và thu nhập của ngành. Sau đó, H.V.Poor và con trai đã thành lập công ty kinh doanh thông tin và xuất bản cuốn “Cẩm nang đường sắt Mỹ” thường niên. Nó được xem là nguồn cung cấp thông tin đáng tin cậy trong nhiều thập niên. Sau khi H.V.Poor mất (1905), năm 1916, công ty Poor đã tham gia vào ngành định mức tín nhiệm, một sự phát triển tất yếu từ nghiệp vụ cung cấp thông tin tài chính và hoạt động của ngành đường sắt trước đó. Năm 1941, Poor đã sát nhập với Standard Statistic để hình thành nên công ty định mức tín nhiệm Standard & Poor’s (S&P’s). Năm 1960, S&P’s đã bị tập đoàn McGraw Hill mua lại.
- *Các ngân hàng đầu tư*: Ngân hàng đầu tư là một tổ chức trung gian tài chính đứng ra bảo lãnh, mua và phân phối chứng khoán của các tổ chức phát hành. Ngân hàng đầu tư yêu cầu các các nhà phát hành phải cung cấp đầy đủ các thông tin liên quan, và có khi họ còn tham gia vào Hội đồng quản trị và ban điều hành của công ty phát hành. Ngân hàng đầu tư vừa là nhà cung ứng vốn cho các doanh nghiệp, mặt khác vừa tiếp cận được với nguồn cung ứng vốn dồi dào từ một mạng lưới rộng lớn, chủ yếu là từ nước ngoài mà trong đó uy tín của họ đóng vai trò then chốt. Tuy nhiên, có vấn đề nảy sinh khi các ngân hàng này tham gia sâu vào việc quản lý công ty phát hành thì các ngân hàng này có khả năng sử dụng thông tin nội gián hay không? Năm 1930, khi quy định về công bố thông tin ngày càng chặt chẽ, vai trò kiểm định thông tin nhà phát hành của ngân hàng đầu tư bị giảm đi và việc đánh giá mức độ tin cậy của nhà phát hành được chuyển giao cho các công ty định mức tín nhiệm. Điều này làm cho nghiệp vụ định mức tín nhiệm ngày càng chuyên nghiệp hơn và tránh được tình trạng mâu thuẫn về lợi ích.

Lý do của sự tồn tại của ngành định mức tín nhiệm qua trong gần một thế kỷ qua chính là để giải quyết một vấn đề cơ bản của tài chính, đó là câu hỏi “*Làm cách nào người cho*

vay có thể đánh giá được mức độ tin cậy của người đi vay tiềm năng và chắc chắn về sự đáng tin cậy của người đi vay sau khi một khoản vay được giải ngân?” (White, 2000).

Thực tế cho thấy, tổ chức tín nhiệm được hình thành từ hai nhu cầu cơ bản: Thứ nhất là nhu cầu định hướng đầu tư của công chúng tới các chứng khoán nợ và chứng khoán mang tính chất nợ của các tổ chức phát hành. Thứ hai, việc định mức tín nhiệm của một tổ chức phát hành cũng là một cách để chứng minh sức mạnh của nó, và nó sẽ xác định mức độ dễ dàng mà nó có thể tiếp cận nguồn vốn đầu tư từ người cho vay. Như vậy, việc định mức tín nhiệm có chức năng làm giảm đi sự bất cân xứng thông tin giữa người cho vay và người đi vay.

Quá trình hoạt động của các CRA trong thời kỳ từ 1909 – 1970 chủ yếu tại Mỹ và tương đối ổn định, ngoại trừ thời gian khó khăn từ năm 1929-1937 khi 2,85 tỷ USD nợ chiếm 15% tổng nợ của chính quyền liên bang mất khả năng chi trả. Trong đó, 78% món nợ không có khả năng chi trả được xếp loại Aa hoặc thấp hơn. Trong giai đoạn 1909-1970, các CRA có được thu nhập chủ yếu từ việc bán các ấn phẩm của họ (trong đó có các kết quả xếp hạng), và các tài liệu khác có liên quan. Điều này có nghĩa là người mua chứng khoán phải chịu chi phí thông tin.

Tuy nhiên, thời kỳ từ năm 1970 đến nay, hệ thống các CRA đã có sự phát triển mạnh mẽ mang tính toàn cầu hóa với sự mở rộng mạng lưới đa quốc gia của các CRA gao cội và sự tham gia của nhiều CRA mới do sự bùng nổ phát triển kinh tế với dòng chảy khổng lồ của vốn và công nghệ. Năm 1980, S&P's chỉ mới có 30 chuyên viên phân tích trong các nhóm ngành công nghiệp nhưng đến năm 1995 con số này đã phát triển lên 800 chuyên viên phân tích trên toàn bộ 1.200 nhân viên và đến cuối năm 2005 tổng số nhân viên của công ty đã đạt con số 6.300 người. S&P's đang thực hiện định mức tín nhiệm với giá trị chứng khoán hơn 13.000 tỷ USD và trên hơn 50 quốc gia. Tương tự, năm 1995, Moody's cũng phát triển mạnh từ 560 chuyên viên phân tích trong tổng số 1.700 nhân viên lên 1.000 chuyên viên phân tích trong tổng số nhân viên là 2.400 người. Sự phát triển nguồn nhân lực của hai CRA hàng đầu cho thấy một cách rõ nét nhất sự phát triển vượt bậc và tiềm năng to lớn của ngành. Chúng ta cũng có thể thấy được sự phát triển này thông qua số liệu về khách hàng của Moody's. Năm 1975, có 600 loại trái phiếu được Moody's xếp hạng, nâng số lượng trái phiếu được xếp hạng lên 5.500 loại. Năm 2005, Moody's đã tiến hành xếp hạng cho hơn 11.000 doanh nghiệp, 100 quốc gia, 25.000 tổ chức phát hành ra công chúng (public finance issuers) ... Trong thời kỳ này, các CRA không chỉ xếp hạng tín nhiệm cho các chứng khoán mà còn cho các quốc gia và các định chế tài chính xuyên quốc gia. Từ năm 1970 trở đi, các CRA bắt đầu thu phí của nhà phát hành và đây là nguồn thu chính của họ.

Riêng ở khu vực các nước ASEAN, diễn đàn của các tổ chức định mức tín nhiệm ASEAN (Asean Forum of Credit Rating Agencies – AFCRA) được thành lập vào năm

1993 là một tiền đề cho việc thúc đẩy các tiêu chuẩn quốc tế của các CRA của nước ASEAN như Philippines (1982), Malaysia (1991), Thái Lan (1993), Indonesia (1995)...

1.3.3. Đặc điểm của CRA

CRA là một **định chế tài chính** cao cấp nhất của thị trường tài chính. Theo khảo sát của Hội đồng Basel (8/2000), hiện có hơn 130 công ty định mức tín nhiệm trên toàn thế giới. Sự tồn tại lâu dài của các CRA này dựa trên nền tảng thiết yếu là việc tạo được sự tin cậy đối với nhà đầu tư, tổ chức phát hành, cơ quan quản lý thị trường và các chủ thể khác tham gia trên thị trường tài chính. Để có được sự tin cậy đó, hoạt động của CRA phải đảm bảo được các yếu tố đó là:

1.3.3.1. Chất lượng và tính nhất quán của định mức tín nhiệm

Các phân tích định mức tín nhiệm kém chất lượng hoặc là kết quả của một quá trình phân tích không nhất quán sẽ không có giá trị đối với các đối tượng tham gia thị trường. Các phân tích không phản ánh được các thay đổi trong khả năng và triển vọng tài chính tổ chức phát hành sẽ làm sai lệch nhận thức của các đối tượng tham gia thị trường. Do vậy, CRA sẽ phải luôn quan tâm và thực hiện các yêu cầu sau:

a. Chất lượng của định mức tín nhiệm

CRA cần thực hiện, áp dụng nhất quán các phương pháp định giá quy cũ, có hệ thống đã được công bố của mình, đồng thời khi phù hợp có thể đưa ra các ý kiến đánh giá dựa trên các kinh nghiệm đã được công nhận. Ý kiến đánh giá sẽ là của CRA chứ không phải là của một chuyên viên phân tích cụ thể nào đưa ra, ý kiến đánh giá phải thể hiện được tất cả các thông tin mà CRA biết hoặc cho rằng có liên quan, phù hợp với phương pháp đánh giá của CRA. Các chuyên viên của CRA phải là những người có trình độ, kiến thức và kinh nghiệm phù hợp với lĩnh vực phân tích. CRA cần đảm bảo rằng mình có và sử dụng các nguồn lực hữu hiệu để đưa ra các đánh giá định mức tín nhiệm có chất lượng cao đối với các nghĩa vụ nợ và tổ chức phát hành. Bên cạnh đó, khi quyết định đánh giá hay tiếp tục đánh giá một tổ chức phát hành hay nghĩa vụ nợ, CRA cần đánh giá năng lực của đội ngũ nhân viên trong việc đưa ra các ý kiến phân tích chính xác và khả năng tiếp cận các nguồn thông tin cần thiết cho việc phân tích, đánh giá. Ngoài ra, CRA cũng cơ cấu phù hợp nhóm phân tích để đảm bảo tính liên tục và tránh định kiến trong quá trình đánh giá.

b. Giám sát và cập nhật định mức tín nhiệm

Ngoại trừ các đánh giá không cần có sự giám sát, theo dõi thường xuyên, một khi ý kiến đánh giá được CRA đưa ra sẽ được theo dõi và cập nhật thường xuyên. Trong trường hợp ngừng đưa ra ý kiến đánh giá đối với một tổ chức phát hành hay nghĩa vụ nợ thì CRA sẽ phải công bố rộng rãi công chúng hay những người đăng ký.

c. Tính nhất quán của định mức tín nhiệm

CRA và nhân viên của mình cần tuân thủ tất cả các luật hiện hành và các quy định điều chỉnh hoạt động của bản thân CRA tại nước mà CRA hoạt động. CRA cũng phải đối xử công bằng và trung thực với các đối tượng tham gia thị trường. Các nhân viên của CRA phải đảm bảo hoạt động có tính nhất quán cao, CRA và các nhân viên cũng không nên đưa ra một đảm bảo về một ý kiến đánh giá trước khi tiến hành công tác định mức tín nhiệm. CRA cũng xây dựng các chính sách và quy trình quy định cụ thể người chịu trách nhiệm và các biện pháp xử lý đối với việc tuân thủ các điều khoản trong quy tắc hoạt động của CRA và các nhân viên CRA.

1.3.3.2. Tính độc lập của CRA và tránh xung đột lợi ích

CRA không nên đưa các ý kiến đánh giá bởi quan ngại về các tác động có thể có về mặt kinh tế, chính trị... của các ý kiến này đến bản thân CRA, tổ chức phát hành, nhà đầu tư hay các đối tượng khác. Quyết định về định mức tín nhiệm chỉ chịu tác động của các nhân tố có liên quan đến đánh giá mức độ tín nhiệm. CRA cần tách biệt về mặt pháp lý và vận hành hoạt động định mức tín nhiệm và các chuyên viên phân tích khỏi các hoạt động kinh doanh khác của CRA, bao gồm các hoạt động tư vấn có thể dẫn đến các xung đột lợi ích. CRA cần đảm bảo rằng các hoạt động kinh doanh phụ thuộc khác không nhất thiết có xung đột lợi ích với hoạt động đánh giá tín nhiệm của CRA có các quy trình và cơ chế đảm bảo giảm thiểu khả năng phát sinh các xung đột lợi ích.

1.3.3.3. Tính minh bạch và kịp thời của công bố thông tin định mức tín nhiệm

CRA cần công bố một cách kịp thời, đúng thời hạn các ý kiến đánh giá mức tín nhiệm về tổ chức phát hành và chứng khoán mà mình đánh giá, trong đó giải thích ý kiến đánh giá và nêu rõ thời điểm cập nhật cuối cùng ý kiến đánh giá tín nhiệm do mình đưa ra trên báo chí, trang web của CRA.... Đồng thời, CRA cũng cần công bố rộng rãi các chính sách công bố thông tin của mình. Bên cạnh đó, CRA cũng công khai đầy đủ các thông tin về các quy trình, phương pháp đánh giá và các giả thiết của mình để các cá nhân/tổ chức bên ngoài có thể hiểu được cách CRA đưa ra kết quả đánh giá. Đối với mỗi kết quả đánh giá, CRA cần công bố về vai trò tham gia của tổ chức phát hành vào quá trình phân tích đánh giá. Các đánh giá không do tổ chức phát hành yêu cầu đưa ra cần phải được chỉ ra. Do người sử dụng thông tin định mức tín nhiệm dựa trên nhận thức về phương pháp, quy trình và thực tế hoạt động của bản thân CRA, CRA cần công bố đầy đủ và rộng rãi bất kỳ sự thay đổi nào trong phương pháp và quy trình chủ yếu của mình và nên công bố trước khi chúng có hiệu lực.

1.3.3.4. Bảo quản các thông tin mật

CRA cần áp dụng các quy trình và cơ chế bảo mật thông tin do tổ chức phát hành cung cấp và chỉ được sử dụng các thông tin mật cho mục đích liên quan đến hoạt động định mức tín nhiệm. CRA phải có các biện pháp để bảo vệ các thông tin không bị sử dụng sai

mục đích. Các nhân viên của CRA không được sử dụng hay chia sẻ các thông tin mật để giao dịch chứng khoán hoặc các mục đích khác ngoài các mục đích được quy định trong quy tắc hoạt động của CRA.

1.3.4. Vai trò của CRA

Kể từ khi ấn phẩm của Moody's về đầu tư trong ngành đường sắt (Moody's Analyses of Railroad Investments) được xuất bản năm 1909, các CRA ngày càng khẳng định vai trò quan trọng của mình đối với cộng đồng đầu tư và thị trường tài chính. Điều này được thể hiện thông qua phát biểu của Thomas Friedman (1996), một nhà báo nổi tiếng của tờ New York Times trong một cuộc phỏng vấn: *“Theo ý kiến của riêng tôi, trên thế giới hiện nay có hai siêu cường. Đó là Hợp chúng quốc Hoa Kỳ và Công ty dịch vụ định mức tín nhiệm Moody's. Hoa Kỳ có thể hủy diệt bạn bằng cách dội bom, và Moody's có thể hủy diệt bạn bằng cách xuống hạng trái phiếu của bạn. Và hãy tin tôi, chưa biết ai có quyền lực hơn ai”*.²

Trong phần trên, chúng ta đã phân tích các cơ chế tài trợ vốn. Trong đó, cơ chế tài trợ trực tiếp thông qua thị trường vốn có ưu điểm là có chi phí trung gian thấp hơn nhưng đồng thời lại có sự chuyển rủi ro trực tiếp đến người cho vay do sự bất cân xứng thông tin. Chính từ thực tế như vậy đã làm nổi rõ vai trò của CRA chính là làm tăng tính hiệu quả của thị trường vốn và hạn chế tình trạng thông tin bất cân xứng, làm giảm chi phí thông tin khi cung cấp cho các thành viên tham gia thị trường một hệ thống các khả năng trả nợ tương đối của các công ty bằng cách xâu chuỗi tất cả các thành phần rủi ro phá sản thành một hệ số duy nhất - hệ số định mức tín nhiệm. Vai trò của CRA đối với các đối tượng tham gia thị trường được thể hiện cụ thể như sau:

- **Đối với tổ chức phát hành chứng khoán:** Định mức tín nhiệm có ý nghĩa đối với tổ chức phát hành vì nó có tác dụng làm giảm chi phí huy động vốn của tổ chức phát hành và tìm được những nhà đầu tư thích hợp. Điều này làm cho đợt phát hành có khả năng thành công lớn hơn. Định mức tín nhiệm làm các nhà đầu tư vững tâm và nhận thức rõ ràng hơn về mức độ rủi ro họ phải đối mặt khi thực hiện một khoản đầu tư và về khả năng cũng như trách nhiệm của ban điều hành doanh nghiệp. Khi nhà đầu tư được vững tâm, họ có xu hướng yêu cầu một mức lợi nhuận tương ứng thấp hơn cho những khoản đầu tư của họ. Một số công ty còn sử dụng định mức tín nhiệm như là kim chỉ nam để cải tiến hoạt động và là bước đầu quan trọng để họ thăm dò xem liệu họ có nên phát hành công cụ nợ hay không. Ngoài ra, một công ty được xếp hạng tốt có thể là một yếu tố quan trọng góp phần

² Nguyên văn: “ There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me; its not clear sometimes who's more powerful”

nâng cao uy tín, vị thế của công ty trên thị trường, tạo thuận lợi cho việc đấu thầu, thương thuyết các hợp đồng ...

- **Đối với các nhà đầu tư chứng khoán nợ:** Nhà đầu tư thường sử dụng kết quả định mức tín nhiệm khi xem xét có nên đầu tư vào một chứng khoán nào đó. Nếu nhà đầu tư tôn trọng kết quả xếp hạng của CRA, họ sẽ dựa vào đó để đưa ra quyết định đầu tư. Trong những tình huống như vậy, định mức tín nhiệm đóng vai trò như là một phương tiện để kiểm nghiệm lại những nghiên cứu và phân tích về rủi ro của chứng khoán đó của chính nhà đầu tư. Kết quả xếp hạng của các CRA là tổng hợp từ nhiều nguồn thông tin khác nhau mà cá nhân nhà đầu tư không thể tiếp cận hoàn toàn được và thông qua sự phân tích, xem xét một cách khách quan, độc lập và tin cậy của nhiều chuyên viên phân tích giỏi và một hội đồng xếp hạng có kinh nghiệm. Như vậy CRA là cầu nối về thông tin giữa nhà phát hành và nhà đầu tư, làm giảm bớt sự rủi ro của quyết định đầu tư của các nhà đầu tư. Trong một số trường hợp, nhà đầu tư có thể tham khảo việc xếp hạng của hơn một CRA cho cùng một nhà phát hành.
- **Đối với những nhà đầu tư cổ phiếu:** Mặc dù CRA không phải là những nhà phân tích về cổ phiếu và định mức tín nhiệm cũng không thể thay thế những nghiên cứu về vốn cổ phần nhưng những nhà đầu tư cổ phiếu vẫn có thể dựa vào kết quả xếp hạng như là một trong những yếu tố khi quyết định mua cổ phần của một công ty nào đó.
- **Đối với các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp:** Các định chế đầu tư, quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm ... là những nhà đầu tư lớn nhất của các chứng khoán nợ. Mặc dù các tổ chức này đều có các nhà phân tích riêng nhưng họ cũng thường xuyên dựa vào hoặc tham khảo kết quả của CRA để hỗ trợ hay huỷ bỏ những thẩm định của mình. Các nhà đầu tư tổ chức cũng sử dụng định mức tín nhiệm như là một cách để tuân thủ các chính sách, quy định về đầu tư nội bộ của mình, trong đó, yêu cầu nhà phát hành phải đạt một chuẩn xếp hạng tối thiểu nào đó hoặc để nhận dạng một đối tác có thể chấp nhận được. Họ cũng sử dụng định mức tín nhiệm để xây dựng/cấu trúc lại các danh mục trái phiếu khi theo dõi tình hình hoạt động đầu tư của quỹ, tổ chức của mình.
- **Đối với những nhà môi giới giao dịch và trung gian bán chứng khoán (sell – side firms):** Nhiều công ty môi giới và các tổ chức trung gian khác thực hiện những phân tích tín dụng sử dụng cho việc quản lý rủi ro và mục đích giao dịch. Cũng như những nhà đầu tư tổ chức, các tổ chức trung gian này cũng thường sử dụng kết quả xếp hạng tín nhiệm để kiểm tra lại những khuyến nghị và nghiên cứu của mình về việc mua, bán hay giữ lại những chứng khoán nợ của tổ chức phát hành. Các tổ chức bảo lãnh phát hành và các ngân hàng đầu tư cũng thường

khuyến các nhà phát hành nên chọn một CRA thích hợp để xếp hạng tín nhiệm chứng khoán nợ sắp được phát hành và kết quả xếp hạng sẽ là một hỗ trợ, căn cứ cho việc quyết định bảo lãnh phát hành và tư vấn của họ.

- **Đối với các cơ quan quản lý:** Các cơ quan quản lý tài chính thường tăng cường việc sử dụng định mức tín nhiệm cho nhiều mục đích khác nhau như là một công cụ để giám sát thị trường tài chính nhằm giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư và rủi ro hệ thống nói chung. Bảng xếp hạng của các CRA chính là một trong những phương tiện báo hiệu sự vận động của thị trường chứng khoán và do vậy các cơ quan quản lý có thể nhanh chóng nhận dạng và kịp thời điều chỉnh các chính sách điều hành và quản lý thị trường một cách thích hợp.
- **Đối với sự phát triển chung của thị trường:** Hoạt động của CRA còn là một nhân tố quan trọng kích hoạt thị trường chứng khoán thêm sôi động, tạo thêm công ăn việc làm, nâng cao và chuẩn hóa kiến thức về phân tích kinh tế, tài chính, kế toán và nhất là sẽ làm tăng tính minh bạch của thị trường, nâng cao vai trò là một kênh huy động và phân bổ vốn quan trọng của thị trường chứng khoán đối với nền kinh tế.

Như vậy, vai trò và tác động to lớn của định mức tín nhiệm và các công ty định mức tín nhiệm đối với thị trường tài chính là không thể phủ nhận được và vai trò này ngày càng được khẳng định và nâng cao cùng với sự phát triển của thị trường tài chính và hoạt động của các CRA.

1.3.5. Đối tượng xếp hạng và các sản phẩm dịch vụ của CRA

1.3.5.1. Đối tượng xếp hạng

Theo định nghĩa của Moody's và S&P's, có bốn đối tượng xếp hạng chính:

- *Xếp hạng nợ:* là các cấp xếp hạng được dành cho các khoản đầu tư dài hạn như trái phiếu công ty và cổ phiếu ưu đãi.
- *Xếp hạng các tổ chức phát hành:* là các cấp xếp hạng đánh giá khả năng trả nợ của các tổ chức phát hành trong việc thanh toán các nghĩa vụ tài chính cho các nhà đầu tư về các công cụ tài chính, kể cả có bảo đảm và không có bảo đảm.
- *Xếp hạng tiền gửi ngân hàng:* là các cấp xếp hạng đánh giá khả năng của các ngân hàng trong việc thanh toán các nghĩa vụ về tiền lãi và vốn gốc đối với các khoản tiền gửi cả nội tệ lẫn ngoại tệ.
- *Xếp hạng tín nhiệm quốc gia:* là các cấp xếp hạng đánh giá khả năng tín dụng của một quốc gia cụ thể. Xếp hạng tín nhiệm quốc gia là việc cho ý kiến về rủi ro của một quốc gia, có nghĩa là khả năng quốc gia đó có thể trả các món nợ bằng đồng ngoại tệ hay không.

1.3.5.2. Các sản phẩm, dịch vụ của CRA

Mỗi CRA tùy theo phạm vi hoạt động, quy mô và năng lực của mình sẽ có các sản phẩm xếp hạng và dịch vụ khác nhau. Tuy nhiên, Các sản phẩm đa dạng của các CRA có thể được phân loại theo đặc điểm chung sau:

a. Xếp hạng các công ty và lập các báo cáo xếp hạng

Dịch vụ này của các CRA cung cấp những báo cáo về phân tích tín dụng của các tổ chức phát hành. Những báo cáo này thể hiện kết quả xếp hạng các thương phiếu, trái phiếu doanh nghiệp cổ phần ưu đãi đang lưu hành của tổ chức phát hành. Báo cáo này, ngoài thể hiện kết quả xếp hạng còn bao hàm các phần phân tích bình luận về hoạt động tài chính, hồ sơ công ty, báo cáo tài chính trong năm năm gần nhất và các tỷ lệ dùng để so sánh, đánh giá của tổ chức phát hành. Đối với các CRA hàng đầu như Moody's, S&P's và một số CRA khác thì phí dịch vụ sẽ được thu từ nhà phát hành nhưng với một số CRA thì phí dịch vụ sẽ được thu từ những nhà đầu tư hoặc các đối tượng cần các thông tin trên. Bên cạnh đó, các báo cáo tóm tắt hoặc một số báo cáo được phép công bố công khai thì CRA sẽ đăng tải trên trang web, các ấn phẩm của CRA cũng như trên các phương tiện thông tin đại chúng. Các kết quả này sẽ được thường xuyên theo dõi và cập nhật thường xuyên và định kỳ bởi CRA.

b. Xếp hạng các trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp nhà nước

Dịch vụ này của CRA thực hiện phân tích các dữ liệu kinh tế, tài chính, chính trị ... của quốc gia, thành phố hoặc địa phương, doanh nghiệp và báo cáo xếp hạng tín nhiệm các trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu của các doanh nghiệp nhà nước, trường học và các công ty tiện ích công cộng.

c. Dịch vụ truyền thông của các tổ chức định mức tín nhiệm

Dịch vụ này trước hết là nhằm xếp hạng kịp thời, đưa ra quan điểm và ý kiến nhận xét đáng tin cậy cho nhà đầu tư. Dịch vụ này luôn sẵn sàng trên các thiết bị đầu cuối của các hãng tin. Điều này giúp người sử dụng luôn nhận được bảng xếp hạng mới nhất với các đánh giá mới nhất về các tổ chức phát hành bao gồm thông tin về thay đổi xếp hạng, thông báo danh sách kiểm soát tín dụng, thông báo thay đổi quan điểm xếp hạng, thông tin về các đợt phát hành mới ...

Dịch vụ thông tin tức thời về các kết quả xếp hạng, các thay đổi xếp hạng ... của các CRA đến các khách hàng mua dịch vụ.

d. Dịch vụ hướng dẫn đầu tư bảo tồn thu nhập cố định của các CRA

Dịch vụ này tồn tại dưới hình thức một quyển sách hướng dẫn về đầu tư, trước hết sẽ được CRA gửi đến các tổ chức và cá nhân có quan tâm đến loại chứng khoán có thu nhập ổn định. Nội dung của quyển sách này bao gồm các đặc điểm về các chứng

khoản có thu nhập ổn định, danh mục các chứng khoán đang sẵn sàng chờ mua bán trên thị trường và quan trọng nhất là các phân tích về chất lượng tín dụng, lịch sử tổ chức phát hành, các hồ sơ quan trọng, tính thanh khoản và sự sẵn sàng cho việc bán lẻ ra ngoài thị trường. Ngoài ra, quyển sách còn cung cấp các thông tin về các nhà lập kế hoạch tài chính, các nhà tư vấn đầu tư và các nhà môi giới bán lẻ, các cách tiếp cận thông tin ...

1.3.6. Quy trình định mức tín nhiệm của các CRA

Quy trình định mức tín nhiệm của các CRA sử dụng thường khác nhau, phụ thuộc vào từng CRA và phương pháp xếp hạng được sử dụng. Một vài CRA (bao gồm nhiều CRA lớn) thực hiện quá trình xếp hạng mà theo đó các chuyên viên phân tích sẽ thực hiện đánh giá ban đầu dựa vào các tiêu thức về định tính và định lượng, sau đó báo cáo cho Hội đồng xếp hạng để ra quyết định cuối cùng. Một số CRA khác thì nhấn mạnh đến mô hình số lượng, là mô hình về bản chất mang tính máy móc, cơ học hơn và dựa vào những phân tích thống kê về tình hình tài chính của nhà phát hành. Một điều quan trọng là không thể biết được phương pháp nào thật sự vượt trội so với các phương pháp khác. Khi xem xét về hoạt động của một CRA nào đó cần xem xét những sự phát triển mới của nó về kỹ thuật, thống kê, phương pháp ... hay những cách tiếp cận khác nhau trong tương lai.

Ngoại trừ những phương pháp khác nhau các CRA có thể sử dụng trong quá trình định mức tín nhiệm, những tổ chức CRA lớn nhất trên thế giới có xu hướng thực hiện một quy trình xếp hạng tương tự nhau cho những loại hình công cụ tương tự nhau. Quá trình định mức tín nhiệm tự bản thân nó được xây dựng để làm cho việc phân tích mang tính chắc chắn và thích hợp cho từng lĩnh vực chuyên biệt. Điểm mấu chốt của quá trình định mức tín nhiệm của các CRA quốc tế lớn nhất là một hội đồng xếp hạng. Hội đồng xếp hạng được thành lập theo yêu cầu để quyết định đưa ra kết quả xếp hạng, rút lại hay thay đổi việc xếp hạng. Một hội đồng xếp hạng điển hình bao gồm: một trưởng nhóm phân tích, chủ tịch hội đồng, giám đốc điều hành/giám sát/các chuyên gia và ban/nhóm các chuyên viên phân tích cấp thấp hơn.

Quá trình định mức tín nhiệm thông thường được khởi đầu từ việc nhận được yêu cầu dịch vụ của một tổ chức phát hành. Sau khi ký kết thoả thuận hợp đồng, CRA sẽ chỉ định một trưởng nhóm phân tích để chuẩn bị cho việc xếp hạng. Trưởng nhóm sẽ đưa ra các yêu cầu về cung cấp thông tin đối với nhà phát hành. Một loạt các cuộc gặp giữa nhóm phân tích và Ban lãnh đạo Công ty phát hành được thực hiện để tìm hiểu, khảo sát về tình hình tài chính, kế hoạch, chính sách và chiến lược của công ty. Ngoài ra, các chuyên gia phân tích cũng thu nhập các thông tin bổ sung bên ngoài từ các nguồn đáng tin cậy và từ những chuyên gia trong ngành. Tất cả các thông tin có được sẽ được xem xét, thảo luận và phân tích. Trưởng nhóm phân tích sẽ có trách nhiệm chuẩn bị báo cáo phân tích, đánh giá chi tiết về công ty phát hành. Sau đó, báo cáo này sẽ được gửi đến hội đồng xếp hạng

để đưa ra quyết định xếp hạng cuối cùng. Trong quá trình thảo luận, thường thì các thành viên Hội đồng xếp hạng sẽ tự đi đến thống nhất hoặc có thể sử dụng hình thức bỏ phiếu theo nguyên tắc lấy ý kiến theo đa số. Thời gian để đưa ra quyết định kết quả xếp hạng thông thường của các CRA thường từ 6-12 tuần (S&P's, Moody's, RAM...). Tuy nhiên, thời gian chuẩn này có thể ngắn hơn tùy theo mức độ cần thiết khẩn cấp của thị trường hay thông tin thu thập được từ tổ chức phát hành và các nguồn khác nhanh chóng và chính xác.

Ngay sau khi hội đồng xếp hạng quyết định cấp độ tín nhiệm, trưởng nhóm phân tích sẽ thông báo cho nhà phát hành và cung cấp cho nhà phát hành bản thảo định mức tín nhiệm và/hoặc báo cáo để nhà phát hành có thể xem xét lại có vấn đề gì còn chưa rõ ràng, chưa thỏa đáng hoặc để chắc chắn rằng không có những thông tin nào không được phép công bố ra bên ngoài được bảo mật.

Nếu nhà phát hành không đồng ý với kết quả xếp hạng thì có thể yêu cầu hội đồng xếp hạng xem xét lại quyết định của mình (thông thường trong vòng 7 ngày làm việc sau khi có kết quả định mức tín nhiệm), tuy nhiên nhà phát hành phải cung cấp các thông tin bổ sung hoặc chỉ ra được những thông tin chưa chính xác. Sau đó, Hội đồng xếp hạng sẽ họp để xem xét liệu có nên thay đổi kết quả định mức tín nhiệm hay không. Quá trình này chỉ áp dụng đối với định mức tín nhiệm mới và mỗi khách hàng chỉ được phép yêu cầu làm lại một lần.

Nếu nhà phát hành đồng ý với kết quả định mức tín nhiệm và muốn công bố kết quả định mức tín nhiệm ra công chúng, CRA sẽ gửi thông tin kết quả định mức tín nhiệm đến các phương tiện thông tin đại chúng, công bố trên trang web của CRA. Khách hàng của CRA và những người đăng ký nhận tin sẽ được nhận những bản báo cáo định mức tín nhiệm đầy đủ.

CRA tiếp tục quá trình định mức tín nhiệm một cách sát sao, theo sát nhà phát hành và ngành, những sự kiện có ý nghĩa hoặc những sự phát triển có ảnh hưởng đến kết quả định mức tín nhiệm. Sự giám sát này kéo dài trong suốt thời gian hiệu lực của hợp đồng. Ít nhất mỗi năm một lần CRA sẽ đánh giá lại mỗi khách hàng với thông tin báo cáo tài chính, kinh doanh, chiến lược mới và kết quả định mức tín nhiệm mới sẽ thay thế kết quả trước đó. Kết quả mới có thể lên hoặc xuống hạng so với kết quả cũ.

Bất kỳ lúc nào trong quá trình giám sát, CRA cũng có thể ban hành hai loại công bố:

- *Cảnh báo tín nhiệm*: Là lời cảnh báo cho công chúng rằng đã xảy ra một sự kiện gì đó hoặc là một sự kiện trong công ty mà có thể ảnh hưởng đến định mức tín nhiệm. Cảnh báo tín nhiệm có nghĩa là CRA sẽ đánh giá các sự kiện và các sự kiện này có thể được cho rằng “tiêu cực” hay “tích cực” hoặc “đang phát triển” phụ

thuộc vào tình huống cụ thể. Định mức tín nhiệm hiện thời vẫn còn hiệu lực cho đến khi CRA hoàn thành đầy đủ đánh giá mới.

- *Cập nhật tín nhiệm*: Là xem xét lại định mức tín nhiệm đã ban hành trước đó. Bản mới được công bố sau khi CRA đánh giá được ảnh hưởng của sự kiện có ý nghĩa và nó bao gồm những thông tin bổ sung cho định mức tín nhiệm đã công bố trước đó. Cập nhật định mức tín nhiệm công bố định mức tín nhiệm sẽ “thăng hạng”, “xuống hạng” hoặc “bị huỷ bỏ”.

Phí dịch vụ định mức tín nhiệm thay đổi tùy thuộc vào quy mô và mức độ phức tạp của đợt phát hành và tổ chức phát hành. Trước những năm 1970, CRA thường thu phí từ những nhà đầu tư cần thông tin, không thu phí nhà phát hành. Ngược lại, hiện nay, gần 95% doanh thu của các CRA là phí thu từ nhà phát hành.

Các CRA thường tuân thủ các nguyên tắc sau đây trong định mức tín nhiệm:

- *Nguyên tắc 1*: Phân tích các yếu tố định tính và định lượng

Như đã trình bày ở phần trên, các CRA thường sử dụng kết hợp các chỉ tiêu về định tính và định lượng trong việc định mức tín nhiệm (Bảng 1.1).

Bảng 1.1: Các chỉ tiêu định mức tín nhiệm doanh nghiệp được tổng hợp từ Moody's và S&P's

Rủi ro kinh doanh (Các chỉ tiêu định tính)	Rủi ro tài chính (Các chỉ tiêu định lượng)
Triển vọng phát triển Lĩnh vực, ngành nghề hoạt động và xu hướng phát triển Những thay đổi về công nghệ trong ngành Vị thế của Công ty trong ngành và so sánh tương quan với các công ty khác Chất lượng quản lý	Sự tương thích của dòng tiền Các hệ số trang trải lãi vay (EBIT hoặc EBITDA) Dòng ngân lưu/ tổng nợ Dòng tiền tự do hoạt động/ tổng nợ
Nhu cầu vốn Mức độ tập trung vốn lưu động hoặc cố định Nhu cầu vốn tăng thêm Nhu cầu chi phí cho R&D	Cấu trúc vốn Cán cân vốn (tổng nợ hay nợ thuần so với vốn chủ sở hữu hoặc tổng nguồn vốn) Cấu trúc nợ, bao gồm thuê mua tài chính, những nghĩa vụ nợ nằm ngoài bảng cân đối tài sản
Môi trường cạnh tranh Bản chất của sản phẩm Mức độ cạnh tranh (nội địa và nước ngoài) Những rào cản gia nhập ngành Xem xét các yếu tố đầu vào cơ bản của sản xuất, kinh doanh	Khả năng sinh lời Các chỉ tiêu tài chính đặc biệt: Tỷ suất lợi nhuận/Vốn CSH, tỷ suất lợi nhuận/Tổng TS, ... Tình hình kinh doanh trong quá khứ, hiện tại và dự kiến trong tương lai Hoạt động của Công ty trong suốt chu kỳ kinh doanh Mức độ biến động thu nhập

Các yếu tố luật pháp liên quan đến ngành

Mức độ đa dạng hóa hoạt động và cấu trúc sở hữu

Tính linh hoạt tài chính

Khả năng quản lý sự đa dạng hóa hoạt động kinh doanh

Xem xét các vấn đề về tình trạng pháp lý, bảo hiểm, các cam kết thanh toán hạn chế trong các thỏa thuận nợ, các nghĩa vụ nợ với các đối tác của đợt phát hành.

Sức mạnh và mối liên kết với Công ty mẹ bao gồm về tài chính, quản trị, điều hành, R&D và hỗ trợ kỹ thuật, vị trí trong nhóm và mức độ quan hệ

Nguồn: How do Global Credit-Rating Agencies rate firms from Developing Countries?, Liu and Ferri, 2001

- *Nguyên tắc 2:* Phân tích từ trên xuống theo trình tự phân tích vĩ mô về quốc gia, ngành đến tình hình rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, hướng phát triển của công ty và tính linh hoạt về tài chính ...
- *Nguyên tắc 3:* Đơn giản, dễ hiểu, dễ so sánh bằng cách xây dựng thang điểm và các chỉ tiêu được cho điểm, sau đó tổng hợp lại và phản ánh qua các biểu tượng xếp hạng theo mẫu tự Latinh.

Bảng 1.2: Ký hiệu thang điểm định mức tín nhiệm dài hạn của 03 CRA hàng đầu thế giới

	Moody's	S&P's	Fitch's
Hạng đầu tư			
Hạng cực cao	Aaa	AAA	AAA
Hạng cao	Aa	AA	AA
Hạng trên trung bình	A	A	A
Hạng trung bình	Baa	BBB	BBB
Hạng không đầu tư			
Ít đầu cơ	Ba	BB	BB
Đầu cơ	B	B	B
Đầu cơ cao	Caa	CCC	CCC
Đầu cơ cực cao	Ca	CC	CC
Sắp vỡ nợ	C	C	C
Vỡ nợ	C	D	D

Nguồn: Micah, 2005

Trong đó:

- “AAA”: Đây là định mức tín nhiệm cao nhất cho hệ thống định mức tín nhiệm của CRA. Các doanh nghiệp được xếp hạng “AAA” có khả năng hoàn trả cao nhất các nghĩa vụ tài chính của mình.
- “AA”: Các doanh nghiệp được xếp hạng “AA” chỉ khác các doanh nghiệp “AAA” ở một mức độ rất nhỏ. Các doanh nghiệp được xếp hạng ở “AA” cũng có khả năng hoàn trả các nghĩa vụ tài chính của mình rất cao với một ít rủi ro dài hạn.

- “A”: Các doanh nghiệp xếp hạng “A” có thể dễ chịu ảnh hưởng của những thay đổi của hoàn cảnh và môi trường kinh tế hơn các doanh nghiệp được xếp hạng cao hơn. Tuy nhiên, khả năng hoàn trả các nghĩa vụ tài chính của các doanh nghiệp này vẫn khá cao.
- “BBB”: Các doanh nghiệp xếp hạng “BBB” có mức độ an toàn tương đối tốt. Tuy nhiên, môi trường kinh tế và các thay đổi bất lợi của môi trường có thể làm suy yếu khả năng thực hiện các cam kết tài chính của doanh nghiệp.
- Doanh nghiệp xếp hạng “BB”, “B”, “CCC”, “CC”, “C” được coi là có tính chất biến động tương đối cao (“significantly speculative”). “BB” thể hiện mức độ biến động thấp nhất và “C” thể hiện mức độ biến động cao nhất. Mặc dù doanh nghiệp ở các thứ hạng này thường có chất lượng và mức độ an toàn nhất định, tuy nhiên những yếu điểm này có thể bị gìm bớt bởi tác động của các yếu tố không chắc chắn và khả năng dễ bị ảnh hưởng của điều kiện bất lợi từ môi trường.
- “BB”: Doanh nghiệp xếp hạng “BB” có mức độ biến động thấp nhất so với các doanh nghiệp có tính chất biến động khác. Tuy nhiên, doanh nghiệp thứ hạng này phải đối mặt với các yếu tố không chắc chắn hoặc bị ảnh hưởng của các điều kiện kinh doanh, tài chính, kinh tế không thuận lợi đáng kể mà có thể gây khó khăn cho doanh nghiệp trong việc thực hiện các cam kết tài chính của mình.
- “B”: Doanh nghiệp xếp hạng “B” dễ bị mất khả năng trả nợ hơn doanh nghiệp xếp hạng “BB”, tuy nhiên doanh nghiệp hạng “B” hiện vẫn có khả năng thực hiện các cam kết tài chính của mình. Các yếu tố bất lợi về kinh doanh, tài chính và kinh tế dễ ảnh hưởng xấu tới khả năng cũng như sự sẵn sàng thực hiện cam kết tài chính của doanh nghiệp.
- “CCC” Doanh nghiệp xếp hạng “CCC” là doanh nghiệp hiện có nguy cơ không trả được nợ và phụ thuộc vào các điều kiện thuận lợi về kinh doanh, tài chính, kinh tế để thực hiện các cam kết tài chính của mình. Trong điều kiện kinh doanh, tài chính, kinh tế bất lợi, doanh nghiệp có ít khả năng thực hiện được các cam kết tài chính của mình.
- “CC”: Doanh nghiệp xếp hạng “CC” có nguy cơ không hoàn trả được nợ rất cao.
- “C”: Hạng “C” được sử dụng trong trường hợp nộp hồ sơ phá sản đã được nộp hoặc những hành động tương tự đã được thực hiện, tuy nhiên hiện doanh nghiệp vẫn đang tiếp tục thực hiện việc trả nợ.
- “D”: Khác với các định mức tín nhiệm khác, hạng “D” không được dùng để nói về tương lai mà chỉ được sử dụng khi doanh nghiệp đã thực sự vỡ nợ (default).

1.4. Kinh nghiệm về việc xây dựng và tổ chức hoạt động của CRA trên thế giới

1.4.1. Mô hình CRA của một số quốc gia trên thế giới

1.4.1.1. Mô hình của Mỹ

a. Cơ cấu sở hữu và mô hình tổ chức

Tại Mỹ hiện có hai CRA nổi tiếng nhất, lớn nhất và lâu đời nhất thế giới, đó là Moody's (thuộc tập đoàn Dun & Bradstreet) và Standard & Poor's (thuộc tập đoàn McGraw-Hill). Ngoài ra, còn có thể kể đến hai CRA uy tín khác là Fitch (thuộc tập đoàn Fimalac) và Duff & Phelps (Công ty cổ phần đại chúng). Với tiến trình toàn cầu hóa thị trường tài chính, các CRA của Mỹ hoạt động trên khắp thế giới kể cả các thị trường tài chính mới nổi. Do quy mô toàn cầu nên các CRA này thường có cơ cấu tổ chức kết hợp lĩnh vực và khu vực trong đó chú trọng đến phân tích theo nhóm như mô hình của Moody's dưới đây để giúp quá trình phân tích đạt hiệu quả cao hơn và tạo ra sự đồng nhất trên toàn cầu cho mỗi chủ thể phát hành. Theo đó, các chủ thể phát hành được theo dõi lâu dài với tư cách là một chủ thể độc lập cũng như với tư cách là một thành phần trong một ngành, một khu vực, chẳng hạn như nhóm ngành xe hơi trên toàn cầu, nhóm các ngân hàng Đức, nhóm các quốc gia thuộc khu vực Châu Á – Thái Bình Dương ... Khi đó, các nhóm phân tích phụ trách theo dõi từng tổ chức phát hành sẽ được thành lập để có thể kết hợp các kỹ năng phân tích nhằm phù hợp trước tiên với lĩnh vực kinh doanh của tổ chức phát hành và sau đó là phù hợp với vùng lãnh thổ và quốc gia nơi tổ chức đó hoạt động.

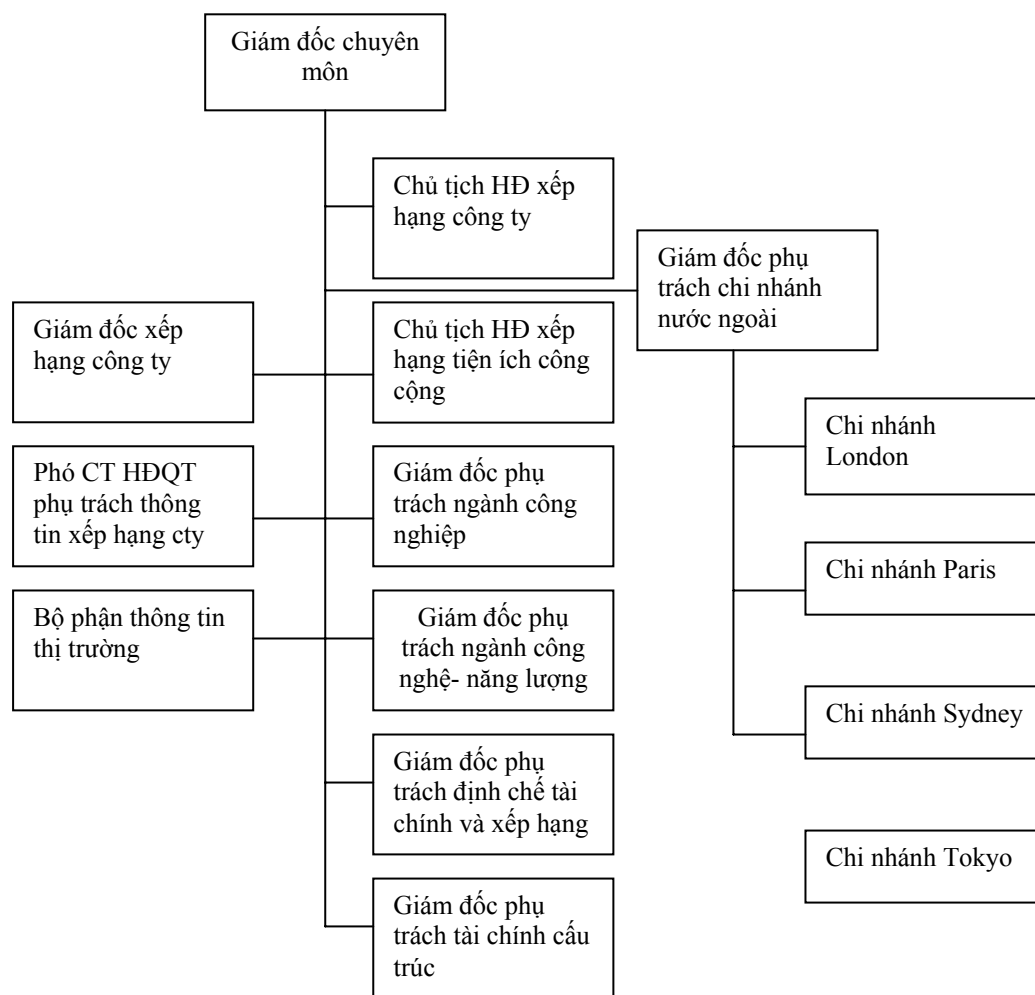
Cơ cấu chức năng bộ phận định mức tín nhiệm của Moody's cũng rất linh hoạt, các bộ phận chức năng có thể hỗ trợ nhau theo từng khu vực và từng ngành.

b. Phạm vi hoạt động

Hoạt động của các CRA của Mỹ đã vươn rộng ra trên toàn cầu và cung cấp các loại hình dịch vụ rất đa dạng, bao gồm một số dịch vụ chủ yếu sau đây:

- Các dịch vụ liên quan đến định mức tín nhiệm, thông tin tài chính và phân tích rủi ro
- Các dịch vụ liên quan đến việc phân tích, tư vấn, cung cấp cơ sở dữ liệu cho các nhà đầu tư có tổ chức và đánh giá hoạt động của các tổ chức này
- Dịch vụ thông tin tài chính và đầu tư, chủ yếu tập trung vào tình hình tài chính của các công ty, các chỉ báo trên thị trường tài chính; phân tích và đưa ra dự báo cho một ngành hoặc một phân tích thị trường cụ thể. Các thông tin này được cung cấp chủ yếu qua mạng internet hoặc intranet của các công ty.
- Các dịch vụ liên quan đến lĩnh vực quản lý rủi ro, bao gồm các hoạt động nghiên cứu, phân tích, tư vấn, huấn luyện và xây dựng giải pháp.

Sơ đồ 1.5: Cơ cấu chức năng bộ phận định mức tín nhiệm của Moody's



c. Phương pháp xếp hạng

Việc định mức tín nhiệm do các CRA của Mỹ được tiến hành tập trung vào ba lĩnh vực chính:

- Đánh giá môi trường ngành
- Đánh giá tình hình tài chính
- Đánh giá hoạt động sản xuất kinh doanh

Ngoài ba lĩnh vực chính trên, các CRA này còn xem xét đến khả năng quản lý của Công ty, đặc biệt là cho các đối tượng như: các công ty quản lý tài sản, các ngân hàng lưu ký, các công ty cung cấp dịch vụ quản lý. Việc đánh giá khả năng quản lý tập trung vào việc xem xét cơ cấu tổ chức của Công ty, các đặc điểm trong hoạt động quản lý, phương pháp kiểm soát rủi ro, hệ thống công nghệ thông tin, quy trình quản lý và kiểm soát nội bộ ...

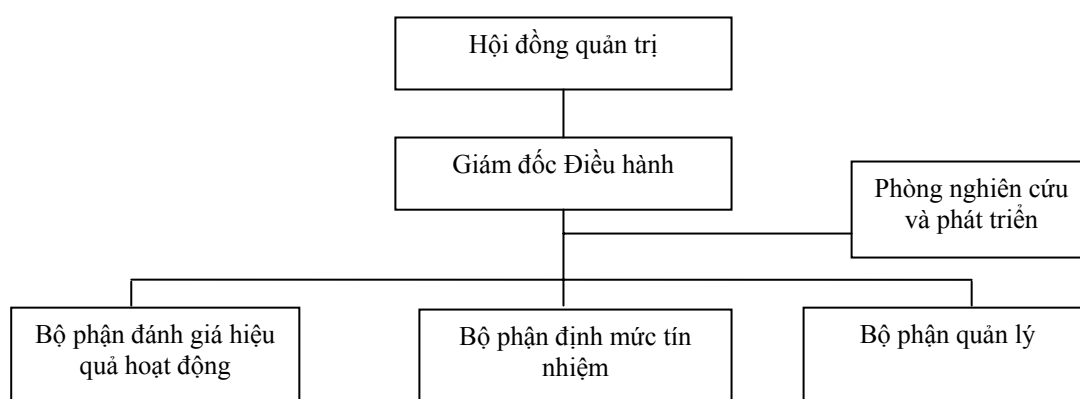
1.4.1.2. Mô hình của Thái Lan

a. Cơ cấu sở hữu

Năm 1993, Ngân hàng trung ương Thái Lan phối hợp với Công ty tài chính công nghiệp Thái Lan thành lập Công ty định mức tín nhiệm và Thông tin Thái Lan (Thai Rating & Information Services – TRIS). TRIS hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần với khoảng 70 cổ đông là các công ty tài chính quốc tế và trong nước, các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, tư nhân, nhà nước ... nhưng không có cổ đông nào được sở hữu trên 5% vốn điều lệ. Điều này có tác dụng đảm bảo sự độc lập cho TRIS.

b. Mô hình tổ chức

Sơ đồ 1.6: Mô hình tổ chức của TRIS



Bộ phận đánh giá hiệu quả hoạt động: do một Phó giám đốc phụ trách và gồm 01 phòng chức năng.

Bộ phận định mức tín nhiệm bao gồm 03 phòng: 02 phòng định mức tín nhiệm Công ty và 01 phòng định mức tín nhiệm các tổ chức tài chính.

Bộ phận quản lý: do một Phó giám đốc phụ trách, bao gồm 02 phòng chức năng là Phòng Tài chính - quản trị và Phòng dịch vụ thông tin.

c. Phạm vi hoạt động

TRIS cung cấp dịch vụ định mức tín nhiệm cho các công cụ nợ có đảm bảo và không có đảm bảo. Theo pháp luật, các công cụ nợ không có đảm bảo phải được xếp hạng. Ngoài việc xếp hạng các trái phiếu, TRIS còn xếp hạng các lệnh phiếu, hối phiếu và các chứng chỉ tiền gửi. TRIS đưa ra hai kiểu xếp hạng là xếp hạng công ty và xếp hạng đợt phát hành.

Ở Thái Lan, thị trường trái phiếu công ty do Ủy ban Chứng khoán và Sở Giao dịch chứng khoán điều chỉnh. Các khoản nợ các Công ty phát hành ra công chứng bắt buộc phải được định mức tín nhiệm.

d. Phương pháp xếp hạng

TRIS sẽ đưa ra quyết định xếp hạng sau khi đã phân tích các yếu tố về định tính và định lượng. Quy trình phân tích của TRIS cũng tập trung vào việc phân tích ngành, phân tích tài chính và phân tích hoạt động kinh doanh.

Mỗi lĩnh vực TRIS sẽ đưa ra các công thức phân tích khác nhau, mỗi chủ điểm của từng lĩnh vực cũng có công thức riêng, được áp dụng cân nhắc tùy theo đặc điểm của hoạt động kinh doanh được xếp hạng. Tuy nhiên, không có công thức tổng quát nào được xây dựng để nối kết tất cả các yếu tố nhằm đưa ra kết luận sau cùng. Kết quả định mức tín nhiệm sau cùng được quyết định bởi Hội đồng xếp hạng.

1.4.1.3. Mô hình của Malaysia

a. Cơ cấu sở hữu

Năm 1990, Cơ quan định mức tín nhiệm Malaysia (Rating Agency of Malaysia – RAM) được thành lập nhằm kích thích sự phát triển của thị trường trái phiếu địa phương. RAM được thành lập dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn với sự tham gia góp vốn của số lượng lớn các cổ đông tư nhân và không có sự tham gia của các tổ chức chính phủ. RAM được 49 thể chế tài chính trong nước và 02 thể chế tài chính nước ngoài là Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) và ICBA (Một tổ chức định mức tín nhiệm của Anh) đồng sở hữu. Không một cổ đông riêng lẻ nào được sở hữu hơn 4.9% tổng vốn của RAM.

b. Phạm vi hoạt động

Năm 1992, Ngân hàng trung ương Malaysia uỷ quyền cho RAM định mức tín nhiệm tất cả các chứng khoán nợ của các công ty khi phát hành ra công chúng. Các ngân hàng thương mại áp dụng việc định mức tín nhiệm tự nguyện do RAM thực hiện và được Ngân hàng trung ương quy định. Từ 01/06/1995, Malaysia quy định tất cả các khoản nợ do các Công ty phát hành đều phải được định mức tín nhiệm.

c. Phương pháp xếp hạng

Phương pháp xếp hạng của RAM cũng xoay quanh 03 lĩnh vực chính là phân tích ngành, phân tích hoạt động kinh doanh và phân tích hoạt động tài chính.

1.4.2. Bài học kinh nghiệm

Thông qua việc xem xét mô hình hoạt động của các CRA hàng đầu trên thế giới và của một số nước trong khu vực có những điểm tương đồng với Việt Nam đã xây dựng thành công CRA trong nước đặc biệt là mô hình ĐMTN của TRIS- Thái Lan, RAM- Malaysia, có thể rút ra những kinh nghiệm sau:

1.4.2.1. Tính độc lập, minh bạch và chất lượng thông tin chính xác là những yếu tố tiên quyết đối với sự tồn tại và phát triển của các CRA

Mục tiêu chính của ĐMTN chính là nhằm cung cấp những thông tin về rủi ro tín dụng gắn với các loại đầu tư, qua đó hỗ trợ hữu ích cho việc ra quyết định tài chính của các nhà đầu tư. Chính vì vậy, để đạt được sự tin tưởng của các nhà đầu tư vào chất lượng ĐMTN, các tổ chức này luôn phải giữ được sự độc lập, khách quan và minh bạch khi tiến hành ĐMTN. Kết quả ĐMTN có thể ảnh hưởng lớn tới kế hoạch của các tổ chức phát hành cũng như của các nhóm lợi ích liên quan. Ví dụ như một tổ chức phát hành có thể sẵn sàng hồi lộ CRA để có thể có được mức xếp hạng cao, hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Một kết quả ĐMTN bị bóp méo, sai lệch có thể đem đến lợi nhuận trong ngắn hạn, nhưng xét trong dài hạn, một khi các kết quả sai lệch này bị phát hiện, nó có thể dẫn đến sự sụp đổ của CRA hoặc thậm chí của cả một ngành ĐMTN một khi lòng tin của công chúng đầu tư không còn.

Bên cạnh việc tạo lòng tin đối với các nhà đầu tư, các CRA còn phải tạo được sự tin cậy từ các tổ chức phát hành thông qua việc đảm bảo tính bảo mật thông tin. Thông thường, để cung cấp một ĐMTN chính xác, các CRA thường yêu cầu các thông tin đầu vào ở mức chi tiết và toàn diện hơn so với những thông tin công bố công khai, chính vì vậy để bảo vệ quyền lợi của các tổ chức phát hành, các CRA sẽ phải tuân thủ chặt chẽ những quy tắc bảo mật thông tin nội bộ. Nếu không các tổ chức phát hành có thể sẽ e ngại sử dụng dịch vụ ĐMTN hoặc cung cấp những thông tin không chính xác nhưng có lợi cho họ, nếu việc ĐMTN là bắt buộc.

1.4.2.3. Môi trường pháp lý mang tính hỗ trợ đối với việc hình thành các CRA

Từ các mô hình tổ chức hoạt động của Công ty dịch vụ định mức tín nhiệm và thông tin Thái Lan TRIS và Cơ quan định mức tín nhiệm Malaysia RAM, chúng ta có thể thấy sự hỗ trợ, đỡ đầu của Chính phủ và các cơ quan nhà nước có liên quan như Bộ Tài chính, Ngân hàng Trung ương, Ủy ban Chứng khoán nhằm tạo ra một khuôn khổ pháp lý thích hợp là điều hết sức thiết yếu đối với việc xây dựng các CRA, đặc biệt là ở các thị trường mới nổi, vì ở các nước này nhận thức của công chúng đầu tư, bao gồm cả tổ chức phát hành, các nhà đầu tư về dịch vụ ĐMTN còn rất hạn chế.

Trước hết, cần phải có những quy định cơ bản và tối thiểu nhằm đảm bảo tính độc lập nhất định của các tổ chức này ngay từ thời điểm đầu thành lập. Hệ thống luật pháp cần phải được điều chỉnh theo hướng tăng cường công khai thông tin, từ từ áp dụng những chuẩn mực quốc tế thông dụng về kiểm toán và kế toán nhằm tạo một môi trường thông tin minh bạch và thuận lợi cho hoạt động của các CRA. Ngoài ra, cần đưa ra các chính sách khuyến khích và ưu đãi thuế đối với ngành định mức tín nhiệm

1.4.2.3. Cơ cấu cổ đông và cơ cấu vốn phải được tổ chức hợp lý nhằm duy trì tính độc lập của CRA

Như đã nêu ở trên, để có thể duy trì được sự tin cậy của người đầu tư và tính khách quan trên thị trường, các CRA cần phải duy trì được tính độc lập đối với tất cả các áp lực của thị trường từ phía tổ chức phát hành, bảo lãnh cho đến cả chính quyền.

Mô hình sở hữu dành cho các CRA trên thế giới thường rơi vào một trong hai trường hợp sau: thuộc sở hữu tư nhân hoàn toàn (mô hình của Mỹ) hoặc có sự tham gia góp vốn của nhà nước (mô hình của Thái Lan). Tuy nhiên, trong trường hợp nhà nước tham gia góp vốn thì tỷ lệ vốn của nhà nước, cũng như tỷ lệ vốn của các tổ chức khác không bao giờ được phép vượt quá một giới hạn nhất định (trong trường hợp của Thái Lan và Malaysia, tỷ lệ sở hữu của các cổ đông chia đều cho nhau tương ứng là 5% và 4,9%). Quy định này nhằm ràng buộc không có bất kỳ một tổ chức – cổ đông nào có quyền kiểm soát và chi phối hoạt động của CRA, vì yếu tố then chốt đối với sự tồn tại và thành công của một CRA là niềm tin của công chúng đầu tư vào tính độc lập, khách quan và minh bạch trong hoạt động ĐMTN

Trong thời gian đầu vận hành CRA có thể chưa triển khai được nhiều loại hình dịch vụ ĐMTN thu phí, vì vậy chi phí ban đầu thành lập tổ chức này cần phải có đủ, để đảm bảo chất lượng hoạt động của tổ chức trong những năm đầu, nên tránh sử dụng vốn vay ngân hàng nhằm ngăn ngừa những áp lực do chi phí vốn vay tạo ra

1.4.2.4. Nguồn nhân lực cho CRA

Hoạt động ĐMTN là một quá trình phân tích tổng hợp nhiều yếu tố từ những yếu tố vi mô trong nội bộ một công ty cho đến những yếu tố vĩ mô liên quan đến ngành, lĩnh vực và cả nền kinh tế trong và ngoài nước. Chính vì thế ĐMTN đòi hỏi phải có đội ngũ chuyên gia giỏi và có kinh nghiệm, những nhà phân tích sắc sảo có những hiểu biết không chỉ trong lĩnh vực chứng khoán mà còn trong nhiều lĩnh vực khác để đánh giá những tổ chức phát hành hoạt động trong các ngành khác nhau. Trong giai đoạn đầu của TTCK Việt Nam, những người hoạt động trên thị trường dù được đào tạo trong nước hay nước ngoài thì vẫn còn những hạn chế về kinh nghiệm cũng như về trình độ chuyên môn. Chính vì vậy, Việt Nam nên triển khai các chương trình hợp tác hoặc hỗ trợ kỹ thuật với các CRA có uy tín trong khu vực hoặc trên thế giới, nhằm giúp đào tạo và tăng cường kỹ năng chuyên môn cho đội ngũ chuyên gia phân tích. Điều này sẽ giúp Việt Nam tận dụng được sự hỗ trợ kỹ thuật và học hỏi kinh nghiệm từ các nước đi trước, tránh được những sai lầm không đáng có và phát triển có hiệu quả ngành ĐMTN ở Việt Nam

1.4.2.5. Tăng cường tuyên truyền về việc công bố thông tin và lợi ích của dịch vụ ĐMTN đối với công chúng đầu tư và các doanh nghiệp

Từ kinh nghiệm của các nước đi trước, việc tuyên truyền và giáo dục về công bố thông tin, về ĐMTN và rủi ro tín dụng là điều hết sức cần thiết nhưng tốn rất nhiều thời gian và công sức.

Trước hết, một chế độ công bố thông tin tốt là điều hết sức cần thiết cho các CRA. Với tư cách là một tổ chức độc lập đưa ra các ý kiến khách quan, đáng tin cậy về các rủi ro tín dụng có liên quan dựa trên các thông tin được công bố, các CRA không giống như các nhà quản lý vì họ không có quyền bắt buộc các doanh nghiệp phải cung cấp thông tin vì đây là vấn đề tự nguyện. Các CRA cũng không có quyền ép buộc các nhà đầu tư mua thông tin về việc xếp hạng các doanh nghiệp. Chính vì vậy, việc tuyên truyền để các doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư thấy hết được ý nghĩa cũng như lợi ích của dịch vụ này là điều sống còn đối với sự tồn tại của các CRA.

Tổng quan các lý luận cơ bản về hệ thống tài chính, các cơ chế tài trợ vốn, bất cân xứng thông tin, công ty định mức tín nhiệm và các kinh nghiệm rút ra từ mô hình hoạt động của các CRA trên thế giới là nền tảng cho những phân tích về thực trạng cơ chế tài trợ vốn và sự cần thiết phải thành lập và tổ chức hoạt động hiệu quả CRA ở nước ta trong chương 2 và là một trong những cơ sở cho những đề xuất và giải pháp xây dựng mô hình CRA của Việt Nam trong chương 3.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG CƠ CHẾ TÀI TRỢ VỐN CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM VÀ SỰ CẦN THIẾT PHẢI THÀNH LẬP VÀ TỔ CHỨC HOẠT ĐỘNG HIỆU QUẢ CRA TẠI VIỆT NAM

2.1. Thực trạng cơ chế tài trợ vốn của hệ thống tài chính Việt Nam

Trong phần này, thực trạng cơ chế tài trợ vốn của hệ thống tài chính Việt Nam sẽ được trình bày theo hai cơ chế tài trợ vốn là cơ chế tài trợ vốn gián tiếp qua các định chế tài chính, đặc biệt là qua ngân hàng và cơ chế tài trợ vốn trực tiếp, trong đó chú trọng đến việc tài trợ vốn qua thị trường chứng khoán.

2.1.1. Cơ chế tài trợ vốn gián tiếp thông qua hệ thống ngân hàng

2.1.1.1. Khái lược về hệ thống các định chế tài chính Việt Nam hiện tại

Các định chế trung gian tài chính chủ yếu ở Việt Nam bao gồm:

- **Các tổ chức tín dụng** được chi phối bởi Luật các Tổ chức tín dụng như các ngân hàng thương mại, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính, các quỹ hỗ trợ đầu tư của nhà nước, các quỹ đầu tư và quỹ hỗ trợ tương...

Các ngân hàng thương mại: Tính đến thời điểm cuối năm 2006, ở Việt Nam có 5 ngân hàng thương mại quốc doanh chiếm hơn 70% thị phần tín dụng và huy động vốn; 37 ngân hàng cổ phần đô thị và nông thôn, chiếm 11% thị phần tín dụng và huy động vốn; 35 chi nhánh ngân hàng nước ngoài, 5 ngân hàng liên doanh chiếm 12% thị phần huy động vốn và tín dụng. Hiện nay, nguồn vốn từ ngân hàng vẫn đang là chủ lực chính cung ứng vốn cho nền kinh tế và các doanh nghiệp thông qua thực tế về tỷ trọng tài sản tài chính của các ngân hàng luôn chiếm trên 70% tổng tài sản tài chính của Việt Nam trong các năm qua.

Ngân hàng chính sách xã hội: Hiện có một ngân hàng chính sách xã hội thực hiện việc cấp tín dụng cho các đối tượng chính sách. Tiền thân của ngân hàng này là Ngân hàng phục vụ người nghèo thành lập năm 1995.

Các công ty tài chính: Hiện có 06 công ty tài chính trực thuộc các tổng công ty lớn. Các công ty tài chính này chủ yếu là dàn xếp tài chính cho tổng công ty mà nó trực thuộc.

Các công ty cho thuê tài chính: Hiện có 11 công ty cho thuê tài chính, trong đó có 01 liên doanh và 03 công ty 100% vốn nước ngoài. Bảy công ty còn lại trực thuộc 5 ngân hàng thương mại. Trong đó, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam và Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam có 2 công ty. Nhìn

chung hoạt động thuê mua tài chính còn nhiều hạn chế. Tổng số cho thuê của các công ty này có một phần không nhỏ là tài sản của các ngân hàng mẹ thuê.

Các quỹ tín dụng: có hai loại hình quỹ tín dụng là quỹ tín dụng trung ương và quỹ tín dụng khu vực. Tổng số các hợp tác xã tín dụng là 898 và chiếm 1,5% thị phần huy động vốn và cho vay.

Ngoài ra còn một số loại hình tổ chức tài chính khác hoạt động theo Luật các tổ chức tín dụng là các công ty quản lý tài sản, các tổ chức cầm đồ...

- **Các Công ty bảo hiểm** được chi phối bởi Luật kinh doanh bảo hiểm và các văn bản pháp lý liên quan đến lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm gồm bảo hiểm kinh doanh, bảo hiểm tiền gửi, bảo hiểm xã hội.

Hiện có khoảng 24 công ty bảo hiểm đang hoạt động tại Việt Nam với tổng vốn điều lệ gần 5.000 tỷ đồng. Trong đó có 4 doanh nghiệp nhà nước, 7 công ty bảo hiểm cổ phần, 7 công ty bảo hiểm liên doanh và 6 doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài.

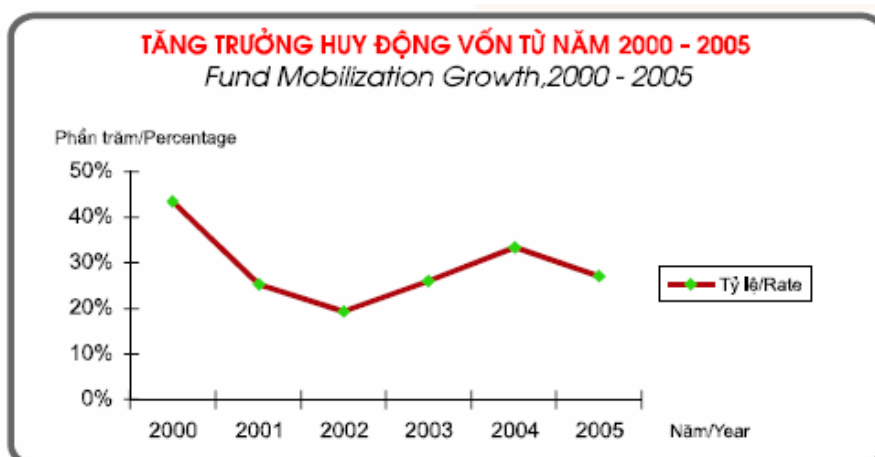
2.1.1.2. Những kết quả đạt được của cơ chế tài trợ vốn gián tiếp qua hệ thống ngân hàng của Việt Nam

Hiện nay, quy mô của các tổ chức tài chính phi ngân hàng như các công ty bảo hiểm, các công ty tài chính, quỹ hưu trí ... còn rất nhỏ bé và chưa thể hiện được vai trò tích cực của mình trong việc huy động và cung ứng vốn cho nền kinh tế. Do vậy, ngân hàng đóng vai trò chủ chốt trong cơ chế tài trợ vốn gián tiếp tại Việt Nam.

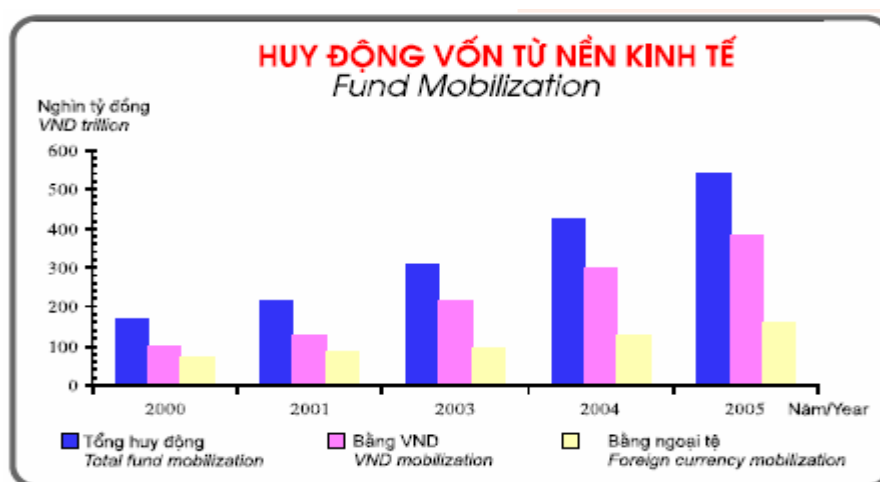
Hiện ngân hàng đang là kênh huy động, cung ứng vốn chính cho nền kinh tế với 30% vốn đầu tư phát triển hàng năm và 40% tổng nhu cầu vốn của các doanh nghiệp được tài trợ bởi tín dụng ngân hàng. Tổng dư nợ tín dụng qua hệ thống ngân hàng vào cuối năm 2005 đã trên 60% GDP. Tính đến hết năm 2006 ước tổng số vốn huy động và tổng dư nợ cho vay, đầu tư của hệ thống ngân hàng đạt mức tăng 20% so với năm 2005. Từ năm 2005 đến nay, tốc độ tăng trưởng huy động vốn và tín dụng đã có xu hướng tăng chậm hơn các giai đoạn trước.

Riêng đối với hệ thống các ngân hàng nước ngoài, các ngân hàng này đã có tốc độ tăng số vốn đầu tư lớn nhất từ trước tới nay. Tính đến hết năm 2006, ước tính tổng số vốn điều lệ và vốn góp mua cổ phần của các tập đoàn ngân hàng, tài chính nói trên đã thực sự đưa vào Việt Nam hiện nay lên tới gần 1,0 tỷ USD. Cũng tính đến hết năm 2006, tổng dư nợ cho vay và đầu tư vào nền kinh tế Việt Nam của các chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh, công ty cho thuê tài chính có vốn nước ngoài lên tới khoảng 60.000 tỷ đồng, tương đương gần 4,0 tỷ USD, tăng trên 20% so với năm 2005.

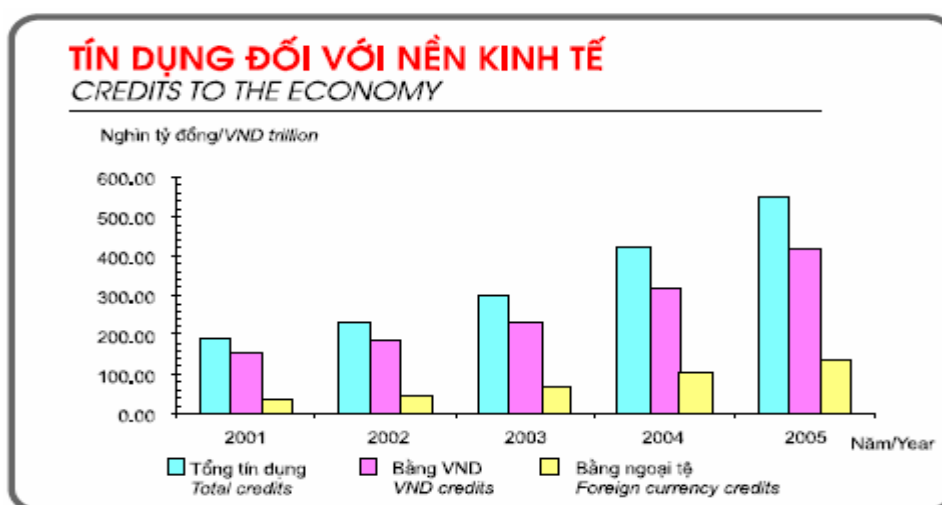
Đồ thị 2.1: Tăng trưởng huy động vốn của hệ thống ngân hàng giai đoạn 2000-2005



Đồ thị 2.2: Quy mô huy động vốn của hệ thống ngân hàng giai đoạn 2000-2005



Đồ thị 2.3: Quy mô tín dụng của hệ thống ngân hàng giai đoạn 2001-2005



Nguồn đồ thị 2.1, 2.2, 2.3: Báo cáo thường niên của Ngân hàng nhà nước năm 2005

Trong định hướng phát triển ngành ngân hàng giai đoạn 2006 - 2010 đã xác định toàn ngành cần duy trì tốc độ tăng trưởng huy động vốn, tín dụng từ 22-25%/năm để góp phần

thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Như vậy, chỉ tiêu này cao hơn tốc độ tăng vốn đầu tư toàn xã hội (dự kiến 12-13%). Đây là một áp lực rất lớn đối với ngành ngân hàng, khi kết quả tăng trưởng huy động vốn và tín dụng của năm 2006 đã đạt thấp hơn kế hoạch.

2.1.1.3. Những hạn chế của cơ chế tài trợ vốn gián tiếp qua hệ thống ngân hàng tại Việt Nam

Bên cạnh những kết quả đạt được như đã trình bày ở trên, cơ chế tài trợ vốn qua hệ thống ngân hàng còn có một số hạn chế chính như sau:

Hạn chế đầu tiên chính là quy mô vốn của các ngân hàng. Mặc dù hiện nay, các ngân hàng đặc biệt là hệ thống các ngân hàng thương mại cổ phần không ngừng tăng vốn điều lệ nhưng so với mặt bằng chung của các nước trong khu vực và thế giới thì vẫn còn khá thấp.

Việc huy động vốn của ngân hàng ngày càng gặp nhiều khó khăn, tập trung vào 4 vấn đề:

Một là, tốc độ tăng trưởng kinh tế dù được duy trì ở mức cao trong nhiều năm nhưng thu nhập quốc dân bình quân đầu người vẫn còn thấp, tiết kiệm và tích lũy trong dân cư tuy đã tăng nhưng còn ở mức khiêm tốn và dân cư vẫn chưa thực sự tin tưởng khi gửi tiết kiệm và sử dụng các dịch vụ của Ngân hàng. Bên cạnh đó, quy mô vốn của các doanh nghiệp còn nhỏ bé, hoạt động chủ yếu bằng vốn vay ngân hàng; nhu cầu đầu tư cao trong khi khả năng tự tích lũy, tài trợ thấp.

Hai là, yếu tố giá cả tăng mạnh trong 2 năm gần đây gây ra tâm lý e ngại gửi tiền VND dài hạn vào hệ thống ngân hàng, dẫn đến việc người dân chuyển sang đầu tư vào bất động sản, hoặc tích trữ dưới dạng USD và vàng.

Ba là, xu hướng tăng lãi suất USD tại Mỹ đã làm gia tăng tình trạng đô la hoá trong nền kinh tế, gây sức ép rất lớn lên lãi suất đối với Đồng Việt Nam và gây nhiều khó khăn cho công tác huy động vốn.

Bốn là, mức độ cạnh tranh trên thị trường vốn ngày càng cao, việc huy động vốn của các NHTM phải cạnh tranh với các kênh thu hút vốn khác như tiết kiệm bưu điện, bảo hiểm nhân thọ, hoạt động đầu tư bất động sản, đầu tư cổ phiếu, trái phiếu trên thị trường tài chính.

Vấn đề chất lượng tín dụng và nợ xấu cũng là điều đáng báo động. Hệ thống thông tin tín dụng còn yếu và thiếu. Tỷ lệ nợ xấu trong báo cáo thường niên của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chỉ là 2,85%, nhưng theo đánh giá của IMF và WB tại Việt Nam, Vụ trưởng Vụ Chiến lược phát triển ngân hàng cũng như các chuyên gia nghiên cứu độc lập thì tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng Việt Nam phải chiếm từ 15-30% (con số tuyệt đối từ 45.000-90.000 tỉ đồng), cao hơn vốn điều lệ của các ngân hàng rất nhiều. Những khoản tín dụng có vấn đề này tập trung chủ yếu ở các doanh nghiệp nhà nước. Bản chất vấn đề

là do mối quan hệ tam giác Nhà nước - doanh nghiệp nhà nước - ngân hàng thương mại nhà nước rất khó gỡ.

Bên cạnh đó, hệ thống kế toán chưa minh bạch, an ninh tài chính trong ngân hàng còn chưa hình thành rõ nét và chưa đáp ứng được các chuẩn mực quốc tế

Ngoài ra, trình độ quản lý yếu kém, công nghệ lạc hậu, các sản phẩm dịch vụ nghèo nàn... là những điểm yếu cần khắc phục của ngành ngân hàng trong quá trình hội nhập hiện nay.

2.1.2. Cơ chế tài trợ vốn trực tiếp

Trung tâm Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh đi vào hoạt động ngày 28/7/2000 đánh dấu sự thành lập của thị trường chứng khoán tập trung ở Việt Nam. Bắt đầu với hai cổ phiếu là REE và SAM và mỗi tuần chỉ giao dịch 3 phiên.

Với sự kiện TTGDCK Hà Nội chính thức đi vào hoạt động tháng 3/2005 và khai trương sàn giao dịch thứ cấp tháng 7/2005, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có thêm một sàn giao dịch chính thức nữa bên cạnh TTGDCK Tp.HCM để tăng tốc độ vốn hóa của thị trường.

2.1.2.1. Thị trường cổ phiếu

Qua hơn 6 năm hoạt động, TTCK Việt Nam đã có những bước phát triển vượt bậc. Theo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, đến 31/12/2006 đã có 193 công ty niêm yết, đăng ký giao dịch tại các trung tâm giao dịch chứng khoán, tổng giá trị vốn hoá thị trường cổ phiếu đạt 221.156 tỷ đồng (tương đương 14 tỷ USD) và tăng gần 20 lần so với cuối năm 2005. Quy mô thị trường cổ phiếu niêm yết chiếm 22,7% GDP năm 2006. Tỷ lệ này đã vượt hơn gấp 2 lần mức kế hoạch mà Chính phủ đặt ra cho đến năm 2010. Mức tăng giá cổ phiếu bình quân toàn thị trường khoảng 2,5 lần do chỉ số giá cổ phiếu bình quân thị trường, nhất là giá các công ty thuộc ngành ngân hàng, điện lực, công nghệ thông tin mới đưa vào niêm yết thị trường.

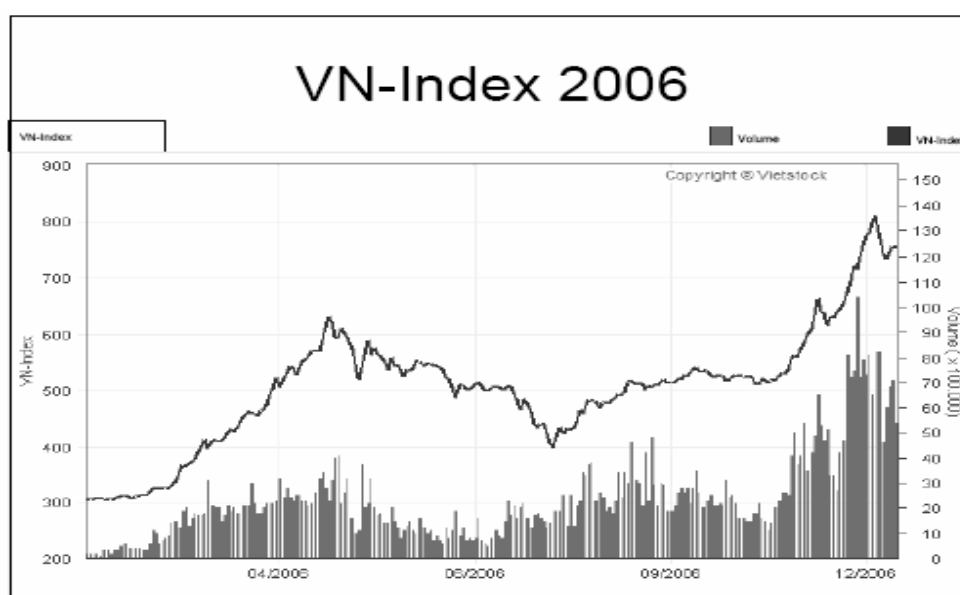
Về phía các nhà đầu tư, đến cuối tháng 12 đã có trên 100 nghìn tài khoản giao dịch được mở, gấp 3 lần năm 2005. Bên cạnh đó cũng có sự góp mặt của 1.700 nhà đầu tư nước ngoài và đang nắm giữ 25 - 30% số lượng cổ phiếu các công ty niêm yết. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã thu hút nhiều nhà đầu tư lớn như: JP Morgan, Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs... Các nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường qua các quỹ đầu tư chứng khoán. Đến cuối năm 2006 có 23 quỹ với quy mô vốn đầu tư ước đạt 2,4 tỷ USD.

Các Công ty niêm yết đã có những tiên bộ đáng kể trong việc thực hiện công bố thông tin, quản trị doanh nghiệp và huy động vốn qua thị trường chứng khoán. Hệ thống các tổ chức trung gian ngày càng phát triển với hơn 55 công ty chứng khoán được cấp phép và đi vào hoạt động. Hệ thống thành viên lưu ký chứng khoán, ngân hàng chỉ định thanh

toán và ngân hàng giám sát phục vụ tốt cho thanh toán giao dịch chứng khoán. Các TTGDCK đã vận hành hệ thống giao dịch thông suốt, cơ bản đáp ứng được yêu cầu giao dịch của thị trường.

Với hơn ... **phiên** giao dịch, thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua rất nhiều thăng trầm, có những thời gian tăng trưởng rất “nóng” nhưng cũng có nhiều giai đoạn suy giảm trầm trọng. Có thể thấy rõ những biến động của chỉ số VNIndex từ khi bắt đầu giao dịch đến nay qua đồ thị dưới đây:

Đồ thị 2.4: Biến động của VNIndex đến tháng 4/2007



Đáng chú ý là thông tin trích dẫn bảng sắp hạng mới nhất của Tạp chí tài chính Motley Fool trong đó chứng khoán Việt Nam đang có tiềm năng sinh lời thứ 3 thế giới cùng với thông tin giới tài chính quốc tế tiếp tục tin tưởng vào thị trường chứng khoán Việt Nam và coi đây là một trong những điểm đến hàng đầu trong năm 2007. Tuy đã có những bước tiến khá tốt trên cả hai mặt là quy mô và chất lượng nhưng thị trường giao dịch chứng khoán tập trung thông qua TTGDCK Tp.HCM hiện nay vẫn chưa thể là một hân thử biểu cho sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Mặc dù đã có một số công ty niêm yết lớn đại diện cho một số ngành như Sacombank đại diện cho ngành ngân hàng; Vinamilk, Kinh đô đại diện cho ngành thực phẩm chế biến và nước giải khát; Gemadept đại diện cho ngành giao nhận hàng hải; FPT đại diện cho ngành công nghệ thông tin... nhưng hầu hết các công ty khác vẫn ở quy mô nhỏ và chưa thực sự là đại diện cho ngành nghề của mình.

Chính vì vậy, để VNIndex thực sự là thước đo của nền kinh tế, Chính Phủ đang thông qua UBCK và Bộ Tài Chính tăng cường sức ép đưa thêm các doanh nghiệp đã cổ phần hóa có quy mô lớn đủ điều kiện vào niêm yết. Đồng thời nhanh chóng xúc tiến việc hoàn

thành cổ phần hóa của 5 doanh nghiệp thuộc diện đã có quyết định cổ phần hóa là Ngân hàng ngoại thương Việt Nam, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Vinafone, Mobifone và Bảo Việt. Bên cạnh đó, năm 2007 và 2008 sẽ có một lượng cung cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư, trái phiếu chuyển đổi khổng lồ tung ra thị trường chứng khoán Việt Nam, cụ thể: Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định (ngày 29-12-2006) phê duyệt danh sách 53 tập đoàn, tổng công ty nhà nước sẽ thực hiện cổ phần hóa trong giai đoạn 2007-2010, trong đó có: Tổng Công ty May Việt Tiến, Công ty Phân đạm và Hóa chất dầu khí, Công ty Vận tải Biển Việt Nam và Tổng Công ty Rượu bia nước giải khát Việt Nam...

Riêng đối với thị trường không chính thức tạm gọi là thị trường OTC, hiện có khoảng 2.500 công ty có cổ phiếu giao dịch. Nhưng thực tế chỉ có khoảng vài trăm cổ phiếu có tính thanh khoản cao và giao dịch khá sôi động. Giá trị cổ phiếu OTC ước tính gấp gần 10 lần tổng giá trị của cổ phiếu đang niêm yết trên sàn. Do đó, tiềm năng của thị trường cổ phiếu hiện nay vẫn còn rất lớn và là yếu tố cốt yếu để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam.

Như vậy, dự báo thị trường cổ phiếu sẽ tiếp tục phát triển rất sôi động cả về chất và lượng trong thời gian tới. Theo nhận định của một số chuyên gia, tổng giá trị niêm yết cổ phiếu vào cuối năm 2007 sẽ tăng gấp khoảng 3 lần và đến cuối năm 2008 sẽ gấp 5 lần hiện nay.

Năm 2006, thị trường chứng khoán phát triển mạnh nhưng cũng bộc lộ những hạn chế như quan hệ cung-cầu chứng khoán còn mất cân đối; thị trường phát triển nhưng chưa thực sự ổn định vững chắc. Bên cạnh đó, hệ thống văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động thị trường chưa được hoàn chỉnh (đã có Luật chứng khoán nhưng chưa có các văn bản hướng dẫn thi hành), tính công khai minh bạch của thị trường còn chưa được đảm bảo. Ngoài ra, hoạt động của thị trường chứng khoán tự do còn quá rộng, thiếu tính công khai, minh bạch, không được tổ chức quản lý và giám sát, nên khả năng xảy ra rủi ro rất cao, gây mất ổn định cho thị trường chính thức và cả hệ thống tài chính.

Có thể thấy rằng hiện nay đa số nhà đầu tư trên thị trường cổ phiếu vẫn còn mang tính chất chơi theo phong trào, chưa có những phân tích, nhận định riêng của mình cộng với những hạn chế về công bố thông tin của các công ty cổ phần đã là một trong những yếu tố tạo nên tính chưa vững chắc của thị trường. Nhiều nhà đầu tư mua vào hoặc bán ra một loại cổ phiếu nào đó đôi khi không vì những thông tin có liên quan đến công ty đó như thông tin về ngành hay thông tin về tình hình tài chính mà chỉ chạy theo xu hướng chung của thị trường. Điều này làm cho thị trường trong một số giai đoạn có những biến động mang tính chất lên hoặc xuống đồng loạt theo tâm lý mà không phân biệt tình hình riêng của từng công ty, điển hình như biến động trong tháng 7 và 8 năm 2006. Đây là một vấn đề cấp bách cần được cải thiện để làm tăng tính minh bạch và làm thị trường hiệu quả về mặt thông tin hơn.

2.1.2.2. Thị trường trái phiếu

Trong thời gian qua, hoạt động của thị trường trái phiếu cũng tăng trưởng khá tốt, hiện có gần 400 loại trái phiếu Chính phủ, trái phiếu đô thị và trái phiếu ngân hàng niêm yết với tổng giá trị trên 70.000 tỷ đồng, bằng 7,7% GDP.

Hiện nay, trái phiếu chính phủ đang là nguồn hàng chủ yếu trên thị trường trái phiếu. Có thể phân chia thị trường trái phiếu Việt Nam theo ba hình thức trái phiếu là: Trái phiếu Chính phủ phát hành trong nước, trái phiếu chính phủ phát hành ra nước ngoài và trái phiếu công ty.

- *Trái phiếu chính phủ phát hành trong nước:*

Từ khi Nghị định 01/2000/NĐ-CP về phát hành TPCP được ban hành, các TPCP đã được chuẩn hóa để niêm yết và giao dịch trên Trung tâm giao dịch chứng khoán. Từ tháng 7.2000 đến 16.6.2005 TTGDCK TP. HCM đã tổ chức được 125 đợt đấu thầu trái phiếu, trong đó số đợt trúng thầu là 71 đợt, tổng giá trị trái phiếu phát hành là 6.835,7 tỷ đồng.

Do TTGDCK Hà Nội mới đi vào hoạt động ngày 8/3/2005, chủ yếu đấu giá cổ phần của các DNNN CPH nên hoạt động đấu thầu, bảo lãnh phát hành trái phiếu lại tập trung ở TTGDCK TP.HCM. .

Cùng với việc phát hành trái phiếu kho bạc, Chính phủ đã cho phép phát hành loại trái phiếu công trình và trái phiếu của địa phương. Nhiều loại trái phiếu công trình được phát hành như: trái phiếu đô thị TP.HCM, mục đích sử dụng vốn cho xây dựng đường Nguyễn Tất Thành; trái phiếu xi măng Hoàng Thạch do Bộ tài chính bảo lãnh phát hành; trái phiếu xi măng Anh Sơn, Bút Sơn, trái phiếu thủy điện Yaly, trái phiếu Bình Thuận,...

Đối với trái phiếu đô thị, trong 5 tháng đầu năm 2006, tính riêng Tp.HCM phát hành 410 tỷ đồng trái phiếu đô thị, trong tổng số 2.000 tỷ đồng trái phiếu dự kiến đưa ra thị trường năm 2006. Sau 3 năm phát hành trái phiếu đô thị, Quỹ đầu tư phát triển hạ tầng HCMC (HIFU) của TP HCM đã huy động được 6.000 tỷ đồng, trong đó có 17 ngân hàng thương mại, 8 công ty bảo hiểm, các tổ chức tài chính tham gia mua. Hiện nay, trái phiếu đô thị TP HCM là loại nghĩa vụ chung, được huy động để tài trợ cho dự án đầu tư phát triển cụ thể, có hoặc không có nguồn thu. Dự kiến, Tp.HCM có thể phát hành trái phiếu thu nhập để tăng cường khả năng huy động vốn cho các dự án đầu tư có nguồn thu.

Có thể mô tả khái quát đặc điểm của một số loại trái phiếu đang được giao dịch ở thị trường trái phiếu Việt Nam như sau:

Bảng 2.1: Đặc điểm của một số loại trái phiếu đang giao dịch ở thị trường trái phiếu Việt Nam

	Trái phiếu kho bạc	Tín phiếu kho bạc	Trái phiếu đầu tư
Cơ quan phát hành	Bộ Tài Chính	Bộ Tài Chính	Ngân hàng Phát triển Việt Nam (Quỹ Hỗ trợ phát triển) Các Bộ, UBND
Thời hạn	> 1 năm	Trong 1 năm	Linh hoạt
Sức hấp dẫn	Không có sức hấp dẫn về lãi suất nhưng lại có thể giúp các Ngân hàng thương mại nắm giữ công cụ này nâng tỷ lệ khả năng thanh toán trong cơ cấu tài sản nợ - có của mình, và là một trong những công cụ an toàn trong danh mục đầu tư đa dạng hóa của các Quỹ đầu tư, các tổ chức ...	Đối với các ngân hàng: có thể dùng làm công cụ giao dịch trên thị trường mở. Được tín vào hạng mục tài sản bổ sung cho tỷ lệ khả năng thanh toán. Được tính là dự trữ bắt buộc.	Lãi suất tốt hơn tín phiếu kho bạc song không giao dịch được trên thị trường mở nên không được quan tâm nhiều.
Tính thanh khoản	Có thể được giao dịch trên sàn giao dịch tập trung hoặc chuyển giao tận tay	Được mua bán trên thị trường tiền tệ, thị trường mở và được chiết khấu tại Ngân hàng nhà nước	Có thể được giao dịch trên sàn giao dịch tập trung hoặc chuyển giao tận tay

▪ *Trái phiếu Chính Phủ phát hành ra nước ngoài (Trái phiếu Quốc gia):*

Trong năm 2005, uy tín tài chính quốc tế của Việt Nam tăng lên rõ rệt phản ảnh việc thực hiện tích cực cam kết của Việt Nam tiến tới nền kinh tế thị trường và đẩy mạnh tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế. Theo tổ chức đánh giá tín nhiệm quốc tế Standard & Poor- S&P Singapore vừa công bố danh sách tín nhiệm đối với TPCP Việt Nam lần đầu tiên phát hành ra nước ngoài ở mức trung bình khá. Ngoài ra, uy tín tài chính của Việt Nam đã được thăng hạng từ mức “ổn định” lên mức “tích cực”: Uy tín tài chính của Việt Nam về ngoại tệ ở mức BB-/B và uy tín tài chính về đồng nội tệ ở mức BB/B. Moody’s Investment Services đã nâng mức tín nhiệm của Việt Nam từ B1 lên Ba3 vào tháng 7.2005. Fitch Ratings cũng xếp Việt Nam ở mức tín nhiệm BB-.

Cuối năm 2005, đợt phát hành Trái phiếu Quốc gia đầu tiên hướng tới nhà đầu tư nước ngoài đã được đấu thầu thành công ở New York, đem lại khoản vay 750 triệu USD với lãi suất 7,125%/năm cho thời hạn 10 năm. Đây là mức lợi tức chúng ta phải trả thấp hơn 60 điểm phần trăm và 90 điểm phần trăm so với trái phiếu cùng loại của Indonesia (lãi suất

7,8%/năm) và Phillipines (8,1%/năm). Điều này chứng tỏ trái phiếu Việt Nam đã thu hút được sự quan tâm của giới đầu tư tài chính trên toàn thế giới, tạo sự đột phá và mở ra kênh huy động vốn giàu tiềm năng mới, tạo những điều kiện thuận lợi cho những đợt huy động vốn tiếp theo.

Tuy còn nhiều ý kiến cho rằng chúng ta còn có thể bán Trái phiếu Quốc gia lần đầu tiên này với mức giá tốt hơn nhưng dù sao đây cũng là lần giới thiệu thành công của Việt Nam trước thế giới về thị trường vốn và khả năng phát triển kinh tế. Đây là bước khởi đầu thuận lợi để Việt Nam xây dựng một mức lãi suất khung (benchmark) chuẩn đối với cả lãi suất tiền Việt trên thị trường vốn, làm cơ sở tham chiếu quan trọng cho thị trường chứng khoán. Khi nào thị trường vốn còn chưa có mức benchmark rõ ràng cho lãi suất huy động thì thị trường chứng khoán vẫn còn chưa hoàn thiện.

- *Trái phiếu Công ty:*

Hiện nay nguồn cung trái phiếu Công ty trên thị trường chứng khoán là không đáng kể. Đến thời điểm này, chỉ có một số doanh nghiệp lớn thực hiện huy động vốn bằng phương thức phát hành trái phiếu trên thị trường, đặc biệt là phát hành trái phiếu chuyển đổi.

Có thể điểm qua một số đợt phát hành trái phiếu điển hình thành công của các Công ty trong nước như: Ngân hàng ngoại thương (VCB) với tổng mệnh giá trái phiếu chuyển đổi phát hành là 1.200 tỷ đồng, Tổng Công ty Điện lực Việt Nam (EVN) với 850 tỷ đồng (tổng cộng hai đợt phát hành trong năm 2006), đợt phát hành trái phiếu của Công ty Tài Chính Dầu khí (PVFC) thông qua sự bảo lãnh của Petro Vietnam bằng cả VND và USD với tổng trị giá 690 tỷ đồng, trong đó lượng trái phiếu phát hành bằng VND chiếm tỷ trọng 30%.

Ngoài trái phiếu của 2 ngân hàng hàng đầu là Vietcombank và Ngân hàng Đầu tư & Phát triển (BIIDV) thì đợt phát hành của EVN và Petro Vietnam có thể được xem là những hiện tượng tiêu biểu trên thị trường trái phiếu công ty. Ngân hàng Á Châu (ACB) và Ngân hàng TMCP Quân Đội (MB) cũng thực hiện huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu chuyển đổi. Tính đến cuối năm 2006, lượng trái phiếu các doanh nghiệp đã phát hành (kể cả trái phiếu tăng vốn của các ngân hàng thương mại) vào khoảng 10.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, so với con số hơn 60 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ đang niêm yết và giao dịch trên TGDCK Tp.HCM thì giá trị trái phiếu công ty hiện nay là không đáng kể.

Năm 2007 dự kiến sẽ tiếp tục có số lượng rất lớn trái phiếu của các tập đoàn phát hành như Tập đoàn Điện lực, Tập đoàn Công nghiệp tàu thủy, Tập đoàn Dầu khí...

Có một vấn đề đáng lưu ý là với những đợt phát hành với giá trị tương đối lớn như vậy nhưng hầu như các công ty phát hành đều không có một tổ chức nào định mức tín nhiệm cho các đợt phát hành của mình. Ngoại trừ BIDV, ngân hàng này đã thuê Moody's xếp

hạng tín nhiệm cho mình. Một hoạt động còn quá mới lạ tại Việt Nam và là một bước đi chuyên nghiệp của BIDV trong việc chuẩn bị cho kế hoạch phát hành trái phiếu và cổ phần hóa sau đó. Đây cũng là một điều rất bất cập và gây khó khăn cho các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ trong việc xác định mức độ rủi ro của loại trái phiếu mà mình sẽ đầu tư. Điều này cũng đã có những tác động không nhỏ đến quan điểm và tâm lý của nhà đầu tư. Điều này thể hiện sự chưa vững vàng và sự nhận định không chắc chắn về mức độ rủi ro của nhà đầu tư đối với loại trái phiếu mà mình đã đầu tư. Thiết nghĩ, đối với những đợt phát hành trái phiếu như thế này, việc định mức tín nhiệm đợt phát hành là vô cùng cần thiết. Như vậy trong thời gian qua, việc huy động vốn của doanh nghiệp bằng hình thức trái phiếu tuy đã bước đầu triển khai và thực hiện tuy nhiên còn hạn chế và chưa thực sự phổ biến trở thành kênh huy động vốn tích cực và hiệu quả đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

Nhận định về thị trường trái phiếu Việt Nam, các chuyên gia tài chính nước ngoài đánh giá thị trường trái phiếu chính phủ của Việt Nam khá năng động do được sự ủng hộ khá lớn từ các ngân hàng thương mại, các công ty bảo hiểm, các tổ chức tài chính phi phân hàng và cả người dân. Tuy nhiên, khi so sánh với các nước khác, tỉ lệ vốn huy động từ phát hành trái phiếu so với GDP của Việt Nam vẫn còn ở mức khiêm tốn, chỉ chiếm khoảng 9,5% GDP, trong khi ở Trung Quốc tỉ lệ này lên đến 19,5%, Thái Lan là 21,9%, Singapore 40,3%...

Bên cạnh đó, thị trường trái phiếu Việt Nam hiện chỉ mới phát triển rộng chứ chưa sâu. Nhiều khuyến cáo của các chuyên gia tài chính nước ngoài cho rằng, thị trường trái phiếu Việt Nam nên phát triển theo chiều sâu, tránh phụ thuộc vào các nguồn vốn tài trợ ngắn hạn từ nước ngoài để hạn chế rủi ro. Nhiều nước, trong đó có Việt Nam, chỉ mới điều tiết tiền tiết kiệm vào vốn ngắn hạn chứ chưa chú trọng đầu tư dài hạn. Cơ cấu tài chính không cân đối này có thể gây ra khủng hoảng kinh tế, tương tự như cơn bão khủng hoảng tài chính ở Đông Nam Á những năm 1997-1998.

Vậy nguyên nhân tại sao thị trường trái phiếu Việt nam, đặc biệt là trái phiếu công ty chưa thực sự là một kênh huy động vốn dài hạn hiệu quả cho nền kinh tế, và cho các doanh nghiệp?

Một là, tính thanh khoản của trái phiếu còn thấp. Vì vậy rủi ro về sự bất cân xứng giữa đồng tiền với thời gian đáo hạn cũng tăng cao.

Hai là, trái phiếu ở Việt Nam chưa có định chuẩn về lãi suất. Lãi suất trái phiếu chưa thật sự trở thành chuẩn mực để các tổ chức tài chính - tín dụng tham chiếu trong hoạt động kinh doanh tiền tệ.

Ba là, mặc dù các đợt phát hành trái phiếu được phê duyệt căn cứ theo năng lực của tổ chức phát hành, nhưng lại không có một quy định rõ ràng về tiêu chí để xác định năng

lực trong các văn bản pháp luật, điều này đã khiến các nhà phát hành và cơ quan phê duyệt tốn rất nhiều thời gian trong việc đàm phán và vì thế, không khuyến khích các nhà phát hành tiềm năng huy động vốn qua kênh phát hành trái phiếu.

Bốn là, việc công bố thông tin không đầy đủ, độ tin cậy thấp, không có bản cáo bạch... là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư tiềm năng không mặn mà đầu tư vào trái phiếu,

Năm là, hệ thống giao dịch trái phiếu còn chưa đồng bộ. Hiện nay Trung tâm Giao dịch chứng khoán Tp.HCM đang sử dụng một hệ thống giao dịch chung cho cả trái phiếu và cổ phiếu. Tuy nhiên, điều này sẽ cản trở việc phát triển thị trường thứ cấp khi ngày càng có nhiều tổ chức khác nhau tham gia thị trường, vì các giao dịch cổ phiếu và trái phiếu có nhiều đặc điểm rất khác nhau.

Sáu là, chưa có tổ chức định mức tín nhiệm để xếp hạng mức độ rủi ro của các chủ thể phát hành và các đợt phát hành. Điều này dẫn đến sự bất cân xứng thông tin giữa người cho vay và người đi vay làm hạn chế khả năng thành công của việc phát hành và gia tăng sự không chắc chắn về mức độ rủi ro của nhà đầu tư.

Và cuối cùng, khuôn khổ pháp lý chưa khuyến khích doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Trong thời gian qua, khối doanh nghiệp trong nền kinh tế ít sử dụng hình thức phát hành trái phiếu để huy động vốn vì nghị định 120/1994/NĐ –CP về việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp nhà nước quy định quá chặt (DN phải hội đủ 6 điều kiện: dự án đầu tư có hiệu quả được tổ chức bảo lãnh xem xét chấp thuận, hoạt động sản xuất 3 năm liên trước phải có lãi, tài chính lành mạnh và có triển vọng phát triển, không vi phạm pháp luật và kỷ luật tài chính), được Bộ Tài chính hoặc tổ chức tài chính trung gian uy tín bảo lãnh. Đồng thời các quy định về phát hành trái phiếu của các công ty cổ phần cũng chưa rõ ràng đã làm cho các doanh nghiệp e ngại khi sử dụng hình thức huy động vốn này, .

2.2. Sự cần thiết phải thành lập và tổ chức hoạt động hiệu quả CRA tại Việt Nam

2.2.1. Tính yếu kém của một số CRA tại Việt Nam trong thời gian qua

Kinh doanh thông tin tín nhiệm từ lâu đã không còn xa lạ trên thế giới. Hầu hết các nước phát triển và trong khu vực Đông Nam Á đã có các tổ chức hoạt động trong lĩnh vực này. Tuy nhiên tại Việt Nam, khái niệm trên vẫn còn rất mới mẻ và loại hình kinh doanh này mới chỉ ở bước khởi đầu.

Hong Kong có khoảng 300.000 doanh nghiệp, nhưng có tới hơn 40 công ty thông tin tín nhiệm. Việt Nam có gần 145.000 doanh nghiệp và khoảng 2,3 triệu thực thể kinh doanh khác, nhưng cho đến nay, Việt Nam chỉ mới có ba doanh nghiệp đã được thành lập và hoạt động trong lĩnh vực thông tin tín nhiệm đó là Công ty Thông tin tín nhiệm và Xếp hạng doanh nghiệp (C&R), Trung tâm đánh giá tín nhiệm Vietnamnet (CRV) và Trung tâm Đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp (CRVC) do Công ty Phần mềm và Truyền thông (VASC) thành lập. Tuy nhiên, hoạt động của các công ty này trong thời gian qua như thế

nào và có được xem là những công ty định mức tín nhiệm thực thụ không thì còn có nhiều vấn đề phải xem xét.

Công ty thông tin tín nhiệm doanh nghiệp C&R thành lập từ năm 2004. Những dịch vụ chủ yếu của C&R là cung cấp thông tin tín nhiệm, xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp và điều tra thị trường theo ngành kinh tế. Thị phần chủ yếu của C&R là các doanh nghiệp trong và ngoài nước quan tâm đến các DN Việt Nam. Họ cung cấp các báo cáo về DN trong đó có chỉ số tín nhiệm. Doanh số của C&R năm 2005 đạt khoảng 3 tỷ đồng, chủ yếu từ các hoạt động cung cấp thông tin. C&R chưa cung cấp dịch vụ đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp trên sàn giao dịch và các loại trái phiếu. Trong khi đó, khi mới ra đời (ngày 04.06.2004), tham vọng của CRV cũng không hề nhỏ khi tuyên bố cung cấp khá nhiều dịch vụ liên quan như thu thập thông tin, đánh giá xếp hạng, định mức tín nhiệm doanh nghiệp. Ngoài ra, CRV cũng dự định tư vấn, hỗ trợ doanh nghiệp trong việc tạo dựng uy tín trên thị trường, xây dựng thương hiệu có sức cạnh tranh...

Trong quá trình xây dựng các chỉ tiêu, cả C&R và CRV đều tham khảo đánh giá của các tổ chức định giá tín nhiệm lớn nhất trên thế giới là Standard & Poor's, Moody's và Equifax.. và xây dựng hệ thống đánh giá riêng để phù hợp với điều kiện của Việt Nam. Theo đó, hơn 100 chỉ tiêu tính điểm và các phương pháp kiểm tra chéo phức tạp để có thể đưa tới việc xếp hạng từ AAA, AA, BB...cho mức độ tín nhiệm của doanh nghiệp. Chỉ tiêu tài chính bao gồm các con số về vốn, vòng vay, khả năng thanh toán, tín dụng, thua lỗ...Chỉ tiêu phi tài chính gồm những thông tin liên quan tới giám đốc, ISO, thương hiệu, hay nhân sự, những tai tiếng, uy tín trên thương trường...Sau đó, những chỉ tiêu tài chính sẽ được lượng hoá, còn những chỉ tiêu phi tài chính sẽ qua sự định giá của các chuyên gia trong ngành.

Đối với CRVC, cũng trên cơ sở tham khảo qui trình đánh giá của các tổ chức đánh giá tín nhiệm lớn trên thế giới như Standard & Poor's; Moody's..., CRVC cũng cố gắng xây dựng một qui trình đánh giá phù hợp với thực tiễn Việt Nam với hơn 100 chỉ tiêu tài chính và phi tài chính, được xử lý bởi phần mềm tính điểm. Từ đó, CRVC có thể cung cấp được thông tin chính xác về các doanh nghiệp với những đánh giá xếp hạng, định mức tín nhiệm của các tổ chức tài chính...

Với những nỗ lực như vậy nhưng sau chưa đầy một năm đi vào hoạt động, Trung tâm đánh giá tín nhiệm Vietnamnet (CRV) đã phải ngừng hoạt động. Hai công ty còn lại tuy vẫn tồn tại nhưng chưa có những sản phẩm, dịch vụ tạo được ấn tượng đối với cộng đồng doanh nghiệp và nhà đầu tư trên thị trường. Hiện nay, hầu như các doanh nghiệp và nhà đầu tư không biết rằng đang có các công ty định mức tín nhiệm trong nước đang hoạt động.

Nguyên nhân dẫn đến tình trạng này bao gồm những nguyên nhân chủ quan và nguyên nhân khách quan.

Về nguyên nhân chủ quan, trước tiên, các công ty hay các trung tâm định mức tín nhiệm trên đã chưa tạo được đủ sự tin cậy đối với các doanh nghiệp và nhà đầu tư, chưa có được đội ngũ chuyên viên thật sự giỏi và có kinh nghiệm, chưa có được quy trình và phương pháp xếp hạng hiệu quả. Kế tiếp, các công ty này cũng chưa quảng bá đúng mức về sự tồn tại và vai trò của mình đối với thị trường tài chính Việt Nam.

Nguyên nhân khách quan là các công ty này đã ra đời trong điều kiện thị trường tài chính Việt Nam còn chưa thật sự phát triển, nhu cầu về định mức tín nhiệm của thị trường còn chưa cao, khuôn khổ pháp lý dành cho hoạt động định mức tín nhiệm chưa được thiết lập. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến việc tồn tại một công ty định mức tín nhiệm chuyên nghiệp ở nước ta. Chính vì lý do đó, cùng với sự phát triển ngày càng mạnh mẽ của thị trường tài chính và nhu cầu về định mức tín nhiệm của các chủ thể của thị trường ngày càng rõ ràng hơn, hiện nay đang có một số dự án đang được xúc tiến cho việc thành lập công ty định mức tín nhiệm trong nước chuyên nghiệp, hiệu quả tại Việt Nam.

Hiện nay, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) đang xây dựng đề án thành lập Công ty đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp Việt Nam để trình Thủ tướng Chính phủ trong thời gian tới. Đề án này do Trung tâm thông tin tín dụng (CIC) trực thuộc SBV triển khai xây dựng. CIC ra đời từ năm 1994, có chức năng lưu trữ các thông tin trong lĩnh vực tín dụng và đã tiến hành xếp hạng tín dụng cho khoảng 8.000 doanh nghiệp là các khách hàng thường xuyên của các ngân hàng thương mại. Cách xếp hạng của CIC thiên về lịch sử vay vốn của các ngân hàng, không phân tích chuyên sâu về khả năng cạnh tranh của các ngành, các DN. CIC là tổ chức sự nghiệp có thu, được đầu tư bởi ngân sách nhà nước.

Là một nước đang phát triển, theo CIC, Việt Nam đang hấp dẫn nhiều công ty, cá nhân nước ngoài đến tìm kiếm cơ hội kinh doanh. Trong số đó, rất nhiều đơn vị muốn tìm hiểu hoạt động của các cá nhân, tổ chức trong nước trước khi quyết định hợp tác ký hợp đồng, liên doanh liên kết... và ngược lại. Những thông tin cần thiết nhất về một doanh nghiệp luôn là những thông số tài chính. Dịch vụ đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp được hứa hẹn sẽ đắt khách tại Việt Nam. Tổ chức này cho biết, nhu cầu cung cấp thông tin của các tổ chức tín dụng trong những năm gần đây đã tăng bình quân 50% mỗi năm. Mỗi ngày Ngân hàng Nhà nước nhận được 200 bản tin từ các tổ chức này yêu cầu cung cấp các thông tin liên quan. Hiện tại, hệ thống thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước đã thu thập được hơn 800 ngàn hồ sơ khách hàng có quan hệ tín dụng, trong đó có 85 ngàn hồ sơ là khách hàng doanh nghiệp với tổng dư nợ khoảng hơn 400 ngàn tỷ đồng. Mới đây, CIC đã hợp tác với những nhà cung cấp thông tin thương mại hàng đầu thế giới như Dun&Bradstreet (D&B) có trụ sở tại Mỹ với hệ thống chi nhánh trên khắp toàn cầu và Business Online (Thái Lan) để thu thập thông tin về các doanh nghiệp nước ngoài. CIC

được phép truy cập trực tiếp vào hệ thống dữ liệu toàn cầu của D&B với hơn 92 triệu hồ sơ khách hàng của trên 200 quốc gia.

Nằm trong một chủ trương nhằm hạn chế rủi ro trong hoạt động tín dụng, SBV cũng vừa ban hành chỉ thị số 06/2005/CT-NHNN, trong đó yêu cầu các đơn vị trực thuộc (các ngân hàng, tổ chức tín dụng) tăng cường cung cấp thông tin liên quan đến các dự án vay vốn của mình để tránh thất thoát, lãng phí, nợ đọng vốn trong đầu tư xây dựng. Và CIC được giao nhiệm vụ đánh giá xếp loại tín dụng doanh nghiệp để cung cấp cho các tổ chức tín dụng làm căn cứ khi xem xét quyết định cho vay. Thanh tra Ngân hàng Nhà nước sẽ giám sát hoạt động này.

Ngoài ra, một đề án thành lập CRA do Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI) cũng đang được xây dựng để trình lên Chính Phủ xem xét. Đồng thời, Bộ Tài chính cũng đang nghiên cứu ban hành cơ sở pháp lý tạo thuận lợi cho việc xúc tiến thành lập Công ty định mức tín nhiệm đầu tiên tại VN, khuyến khích các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài đầu tư vào lĩnh vực này.

Như vậy, mặc dù đã có những bước chuẩn bị khởi đầu nhưng Việt Nam hiện nay vẫn chưa có một CRA thực sự theo đúng nghĩa của nó. Và nhu cầu bức thiết của cộng đồng đầu tư và doanh nghiệp đã và đang tạo áp lực cho các cơ quan chức năng nhanh chóng chuẩn bị các bước cần thiết cho việc ra đời của một CRA chuyên nghiệp.

2.2.2. Xu hướng phát triển tất yếu của hình thức huy động vốn bằng phát hành trái phiếu ở Việt Nam

2.2.2.1. Nhu cầu vốn của Chính phủ và xu hướng phát hành trái phiếu chính phủ trong thời gian tới

Theo dự báo của các chuyên gia kinh tế, tổng sản phẩm trong nước (GDP) năm 2010 theo giá so sánh gấp 2,1 lần so với năm 2000. Quy mô GDP đến năm 2010 đạt khoảng 1.530-1.600 nghìn tỷ đồng (theo giá hiện hành), tương đương 85-89 tỷ USD và GDP bình quân đầu người khoảng 950-1.000 USD. Tốc độ tăng trưởng GDP bình quân hàng năm thời kỳ 5 năm 2006-2010 đạt 7,5-8%, trong đó nông, lâm, ngư nghiệp tăng 3-3,2%, công nghiệp và xây dựng tăng 10-10,2%, dịch vụ tăng 7,7-8,2%. Tỷ lệ huy động vào ngân sách nhà nước đạt khoảng 22% GDP. Cơ cấu các ngành kinh tế trong GDP đến năm 2010 dự kiến: Nông, lâm nghiệp và thủy sản khoảng 15,5-16%; công nghiệp và xây dựng khoảng 42,5-43%; các ngành dịch vụ khoảng 41-42%. Tổng kim ngạch xuất khẩu tăng 14-16%/năm. Tổng đầu tư toàn xã hội khoảng 1.850-1.960 nghìn tỷ đồng (theo giá năm 2005), tương đương 117-124 tỷ USD, chiếm 37-38% GDP. Muốn đạt được điều này thì bội chi ngân sách giai đoạn này phải được khống chế ở mức thấp hơn hoặc bằng 5% GDP, đồng thời với nó là việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu chính phủ (TPCP) phải đảm bảo được việc bù đắp cho bội chi ngân sách và đáp ứng được đòi hỏi về nhu cầu vốn phục vụ cho đầu tư phát triển mà Chính phủ đã đặt ra.

Để thực thi mục tiêu này, ngày 24/07/2006, Thủ tướng Chính Phủ đã ban hành Quyết định số 171/2006/QĐ-TTg về việc phát hành và sử dụng trái phiếu chính phủ giai đoạn 2003-2010 bằng đồng Việt Nam và ngoại tệ để đầu tư một số công trình quan trọng của đất nước theo Danh mục công trình sử dụng nguồn vốn trái phiếu Chính phủ giai đoạn 2003 – 2010. Theo đó, tổng mức trái phiếu Chính phủ phát hành trong giai đoạn 2003 - 2010 là 110.000 tỷ đồng. Mức phát hành và thời điểm phát hành hàng năm được xác định trên cơ sở nhu cầu vốn và tiến độ thực hiện của các dự án. Con số cụ thể được thể hiện ở Phụ lục 1 đính kèm.

Như đã trình bày ở phần trên, hiện nay tỷ lệ vốn huy động bằng trái phiếu của Chính phủ và Chính quyền địa phương của Việt Nam so với GDP còn quá thấp so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Cùng với nhu cầu vốn rất lớn cho phát triển kinh tế như vậy, xu hướng tất yếu trong thời gian tới nước ta phải tăng cường vay nợ trong nước và nước ngoài bằng phát hành trái phiếu chính phủ và trái phiếu đô thị, trái phiếu công trình. Và để thực hiện được chiến lược huy động vốn như vậy, Chính phủ cũng đã thuê các tổ chức định mức tín nhiệm quốc tế như Moody's, S&P's, Fitch's xác định mức độ tín nhiệm của quốc gia. Đây là một yêu cầu bắt buộc khi phát hành trái phiếu chính phủ, đặc biệt là phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ ra nước ngoài. Trong giai đoạn đầu mới thành lập CRA trong nước sẽ chưa đủ kinh nghiệm và uy tín để có thể định mức tín nhiệm ở tầm quốc gia. Nhưng chính từ thực tế và xu hướng phát hành trái phiếu chính phủ và các địa phương đã làm nảy sinh nhu cầu về việc thành lập CRA ở Việt Nam và đòi hỏi làm sao phải xây dựng được một CRA ngày càng chuyên nghiệp, có uy tín không chỉ trong nước và ngoài nước để có thể đảm nhận một phần công việc mà các Công ty định mức tín nhiệm nước ngoài đang thực hiện.

2.2.2.2. Xu hướng tất yếu của việc phát hành Trái phiếu Công ty – Công cụ huy động vốn dài hạn hiệu quả cho các doanh nghiệp Việt Nam trong thời gian tới

Hiện nay, bên cạnh các nguồn vốn không chính thức, có ba hình thức huy động vốn thường được các công ty đang sử dụng tại Việt Nam: Hình thức đầu tiên và phổ biến nhất là vay ngân hàng (vay tín dụng, thuê mua), hình thức thứ hai đang được các công ty sử dụng ngày càng nhiều là phát hành cổ phiếu, và hình thức thứ ba là phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Trong một cuộc hội thảo gần đây về thị trường tài chính Việt Nam, nhiều chuyên gia tài chính quốc tế cho rằng, Việt Nam có cơ hội rất lớn để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Thị trường trái phiếu phát triển sẽ giải quyết được cùng một lúc cả 2 vấn đề: tháo gỡ bài toán vốn dài hạn cho DN và các tập đoàn tài chính nước ngoài có thêm cơ hội đầu tư gián tiếp vào Việt Nam.

Theo ước tính hiện nay, số tiền nhàn rỗi mà khối DN có thể huy động từ thị trường vào khoảng 100.000 tỷ đồng. Chính phủ và chính quyền địa phương cũng có thể huy động được 100.000 tỷ đồng từ phát hành trái phiếu. Ngoài ra, thị trường vốn còn khoảng 150.000 tỷ đồng trong chương trình cổ phần hóa và 100.000 tỷ hiện nằm trong các DN thuộc mọi thành phần kinh tế sẵn sàng đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển. Tổng nguồn vốn trong xã hội nếu huy động hết sẽ vào khoảng 30 tỷ USD, bằng trên 50% GDP của năm 2006.

Hình thức huy động vốn bằng trái phiếu doanh nghiệp trước đây được rất ít công ty sử dụng nhưng khi nhu cầu vốn tăng cao, bên cạnh nguồn vốn vay ngân hàng với lãi suất ngày càng tăng thì trái phiếu đã trở thành một trong những kênh huy động vốn được nhiều doanh nghiệp quan tâm. Thông thường, mức lãi suất của trái phiếu sẽ nằm trong khoảng giữa lãi suất tiền gửi tiết kiệm và lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại. Như vậy, với việc huy động trái phiếu thì doanh nghiệp sẽ vay được vốn rẻ hơn với thời hạn dài hơn, còn nhà đầu tư cũng có cơ hội được hưởng mức lợi tức ổn định và lớn hơn so với việc gửi tiền tại ngân hàng. Ngoài ra, việc phát hành trái phiếu sẽ đảm bảo cho doanh nghiệp một nguồn vốn ổn định và dài hạn. Một mức kỳ hạn cho trái phiếu công ty vào khoảng 5 năm, trong khi đó, kỳ hạn các ngân hàng cho vay thường ngắn hơn.

Bên cạnh đó, với những trường hợp chưa muốn phát hành cổ phiếu, trong khi cơ cấu nợ của Công ty vẫn còn ở mức an toàn thì việc phát hành trái phiếu huy động vốn có thể được xem như là một giải pháp tốt. Công ty sẽ không sợ bị xáo trộn cơ cấu cổ đông mà lợi tức chia sẻ cũng chỉ hạn chế trong phạm vi lãi suất trái phiếu khi phát hành. Như vậy, chắc chắn rằng xu hướng tài trợ vốn bằng phương thức phát hành trái phiếu sẽ phát triển mạnh mẽ trong thời gian tới.

Tuy nhiên, để thị trường trái phiếu công ty thực sự phát triển và để xác định được lãi suất hợp lý khi phát hành thì năng lực, uy tín của tổ chức phát hành là căn cứ rất quan trọng. Trong khi đó, thị trường hiện chưa có một nền tảng làm cơ sở cho việc định lãi suất của trái phiếu khi phát hành. Thị trường cũng cần có nhiều thông tin hơn để đánh giá chính xác hơn rủi ro của doanh nghiệp. Để từng bước xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu công ty thì cần phải triển khai một loạt các giải pháp đồng bộ. Nhưng có thể chắc chắn rằng, chỉ đến khi nào trên thị trường có mặt của các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín thì việc huy động vốn bằng trái phiếu công ty mới có thể phát triển.

Như vậy, sự ra đời và phát triển của CRA tại Việt Nam sẽ là một yếu tố quan trọng khơi thông một kênh huy động vốn dài hạn cho các doanh nghiệp – kênh huy động vốn bằng phương thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

2.2.2.3. Sự tương tác của sự phát triển của thị trường tài chính nói chung, thị trường chứng khoán nói riêng đối với sự phát triển của CRA tại Việt Nam

Xếp hạng, đánh giá là một công việc hết sức cần thiết, gắn liền với mọi mặt hoạt động của nền kinh tế - tài chính và xã hội. Ngày nay, hầu hết ở những thị trường tài chính của các nước trên thế giới đều tồn tại ít nhất một tổ chức định mức tín nhiệm (CRA), một phần là do xu thế của thời đại, nhưng phần lớn là do vai trò quan trọng của CRA trên thị trường tài chính.

Về phía doanh nghiệp, tham gia đánh giá tín nhiệm mang lại nhiều lợi ích lớn lao. Trước hết, doanh nghiệp có được một mục tiêu phấn đấu cơ bản, lâu dài, gắn bó kinh tế với văn hoá - xã hội. Doanh nghiệp không chỉ đạt được lợi nhuận, mà dành lợi nhuận trong môi trường kinh doanh văn minh, được công chúng và cộng đồng doanh nghiệp tôn trọng. Chỉ tiêu đánh giá tín nhiệm là một hệ thống các chỉ tiêu đánh giá cả định tính và định lượng, cả ngắn hạn và dài hạn, có cả chỉ tiêu tài chính và phi tài chính, có cả chỉ tiêu hiện trạng và những chỉ tiêu phát triển kinh doanh. Doanh nghiệp phấn đấu theo những chỉ tiêu đó là cơ sở để xây dựng một toà nhà to lớn, bền vững lâu dài, là xây dựng một sự nghiệp đồ đời.

Thứ hai, đơn vị đánh giá là tổ chức độc lập, làm việc khách quan, khoa học với hệ thống chỉ tiêu đủ để bắt mạch “sức khoẻ” của doanh nghiệp. Vì vậy, tham gia đánh giá thì doanh nghiệp sẽ có được những đánh giá khách quan, trung thực về thực trạng và triển vọng phát triển của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp kiểm soát được quá trình hoạt động của mình. Nếu doanh nghiệp xem xét cụ thể đến các chỉ tiêu đánh giá sẽ thấy được mặt mạnh, mặt yếu của mình từ đó có giải pháp điều chỉnh, hoàn thiện hoạt động kinh doanh.

Thứ ba, tham gia đánh giá tín nhiệm là lời cam kết quan trọng của doanh nghiệp với công chúng và cộng đồng kinh doanh về tính trung thực, công khai của doanh nghiệp. Dù doanh nghiệp đang ở tình trạng “khỏe” hay “yếu” thì việc công khai thông tin đánh giá đều tạo niềm tin cho cộng đồng các doanh nghiệp về tinh thần “mã thượng”, mong muốn “hướng thiện” của doanh nghiệp trong sự nghiệp kinh doanh của mình. Niềm tin đó thúc đẩy các nhà đầu tư, các doanh nghiệp duy trì mối quan hệ kinh doanh với doanh nghiệp.

Thứ tư, tham gia đánh giá với thước đo khách quan, trung thực, doanh nghiệp tự tin biết rằng mình là ai, đang ở trình độ nào để tham gia thị trường cạnh tranh với sách lược và chiến lược phù hợp. Đánh giá tín nhiệm là công cụ quan trọng để “biết mình, biết người” trong cơ chế cạnh tranh gay gắt. Trong điều kiện hội nhập thì doanh nghiệp không chỉ kinh doanh với thị trường nội địa khép kín mà là một thị trường mở cửa toàn cầu, cho nên thông tin đánh giá tín nhiệm là công cụ tốt để hội nhập vào kinh tế thế giới.

Thứ năm, đối với những doanh nghiệp tình hình sản xuất, kinh doanh thuận lợi, chiến lược phát triển ổn định và đúng hướng, hệ số tín nhiệm được đánh giá cao thì việc công

bổ thông tin đánh giá tín nhiệm của doanh nghiệp là một sự hỗ trợ vô cùng to lớn, quảng bá rộng rãi, được cộng đồng các nhà đầu tư và các doanh nghiệp tin cậy, tạo điều kiện cho doanh nghiệp phát triển, vươn ra thị trường trong nước và quốc tế, củng cố lòng tin, giữ vững uy tín trên thương trường.

Cuối cùng, tham gia đánh giá tín nhiệm thì tất cả các doanh nghiệp dù “khỏe” hay “yếu” đều tranh thủ được sự tư vấn, hỗ trợ của các trung tâm đánh giá trong việc tạo dựng uy tín cho doanh nghiệp mình. Các trung tâm đánh giá là những tổ chức tập hợp được các nhà quản lý, các nhà khoa học, các chuyên viên có trình độ, có kinh nghiệm, hoạt động theo một qui trình khoa học chặt chẽ. Cho nên trong quá trình thu thập, phân tích thông tin, trao đổi dữ liệu với doanh nghiệp sẽ có cơ hội thuận lợi để tư vấn, hỗ trợ cho doanh nghiệp trên các phương diện quản lý, đào tạo, đầu tư, tài chính, xây dựng thương hiệu, quảng bá doanh nghiệp, tiếp cận thị trường, tìm hiểu khách hàng...

Hệ thống xếp hạng của các CRA không chỉ có lợi về phía các nhà đầu tư, cho nhà phát hành mà còn mang lại lợi ích to lớn cho các công ty chứng khoán. Chính hệ thống xếp hạng đã làm nền tảng vững chắc cho việc chọn lựa một danh mục đầu tư lý tưởng đối với các công ty quản lý quỹ, các công ty chứng khoán có nghiệp vụ quản lý danh mục đầu tư và nghiệp vụ tự doanh. Bản thân nghiệp vụ xếp hạng không hề kìm hãm nghiệp vụ tư vấn đầu tư của các công ty chứng khoán, trái lại nó chính là nền tảng mà dựa vào đó nhà tư vấn đưa ra được ý kiến đúng đắn cho khách hàng, và bảng xếp hạng của CRA chính là động lực thúc đẩy cho nghiệp vụ tư vấn đầu tư của công ty chứng khoán phát triển. CRA còn là nhân tố kích hoạt thị trường chứng khoán thêm sôi động, tạo thêm công ăn việc làm, nâng cao và chuẩn hoá kiến thức về phân tích kinh tế, tài chính, kế toán... Hệ quả của những nhân tố kể trên sẽ mang lại luồng sinh khí cho sự phát triển mạnh mẽ và hoàn thiện thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán chứng khoán nói riêng. Điều này đặc biệt có ý nghĩa hết sức quan trọng đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, vốn còn rất non trẻ và sơ khai. Như vậy, với những tác dụng to lớn như vậy, sự ra đời của CRA tại Việt Nam sẽ là một trong những nhân tố góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính trên nhiều phương diện.

Việt Nam đang đi đúng hướng trên con đường phát triển thị trường tài chính như chú trọng việc giữ vững ổn định về chính trị, kinh tế và ổn định tình hình tài chính quốc gia; phát triển cơ sở hạ tầng cho thị trường vốn; xây dựng một môi trường thuận lợi cho sự phát triển của thị trường; và tạo dựng những cơ chế khuyến khích cho sự phát triển của thị trường tài chính và các thành viên tham gia thị trường. Và chính sự phát triển và cải tổ ngày càng mạnh mẽ của thị trường tài chính lại có tác dụng tích cực tạo nên nhu cầu bức thiết về việc phải thành lập một CRA tại Việt Nam.

Trước hết, có thể kể đến xu hướng cải tổ của hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam hiện nay. Trong bối cảnh hội nhập ngày càng mạnh mẽ của thị trường tài chính Việt

Nam, các ngân hàng đang không ngừng phát triển cả về chiều rộng lẫn chiều sâu. Bên cạnh việc quan tâm mở rộng mạng lưới hoạt động, các ngân hàng thương mại đang tập trung vào việc gia tăng sức cạnh tranh của mình bằng việc liên tục tăng vốn điều lệ, phát hành trái phiếu thu hút thêm vốn, xây dựng hệ thống công nghệ thông tin hiện đại, đào tạo nguồn nhân lực và đặc biệt là xây dựng hệ thống quản lý rủi ro đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế của Basel ... Do vậy, để nhận biết mình đang ở đâu và sẽ phải làm gì tiếp theo, một trong những việc các ngân hàng đang bắt đầu quan tâm là thực hiện định mức tín nhiệm ngân hàng bởi các CRA quốc tế. Điển hình trong trào lưu này là Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Ngân hàng TMCP Kỹ thương và sắp tới đây là Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam. Như vậy, chính từ sự phát triển và hội nhập của thị trường tài chính mà cụ thể ở đây là hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam đã là một nhân tố phát sinh nhu cầu về định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Và đây chính là một trong những xuất phát điểm cần thiết cho sự ra đời và phát triển của CRA ở nước ta.

Yếu tố tiếp theo chính là sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán Việt Nam sau hơn 06 năm hoạt động. Với đà tăng trưởng hiện nay, UBCKNN dự báo, thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục tăng mạnh trong 4 năm tới và dự báo giá trị thị trường cổ phiếu niêm yết có khả năng đạt 30 - 40% GDP vào 2010 đạt khoảng 30 - 40 tỷ USD. Riêng năm 2007 dự báo sẽ đạt gần 30% GDP. Số lượng các nhà đầu tư sẽ tăng 3 - 4 lần so với hiện nay, đạt khoảng 250 - 300 nghìn tài khoản. Đặc biệt sẽ có sự gia tăng nhanh số lượng các nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhà đầu tư nước ngoài và có thể chiếm đến 5% tổng số các nhà đầu tư.

Tuy nhiên, một điều bắt buộc là thị trường cần thêm nhiều yếu tố để tạo thêm sự vững chắc. Trong đó, yếu tố hàng đầu phải nói đến chính là sự minh bạch thông tin trên thị trường. Đây là một nhược điểm rất lớn của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay như đã nói ở phần trước. Đặc biệt là khi xu hướng phát hành trái phiếu doanh nghiệp ngày càng được mở rộng thì nhu cầu về thông tin và đánh giá rủi ro doanh nghiệp ngày càng trở nên cấp thiết hơn. Và tổ chức có thể đáp ứng nhu cầu này chính là các CRA - một loại hình định chế tài chính chưa thực sự tồn tại ở Việt Nam. Hệ thống các công ty định mức tín nhiệm có thể được coi là một bộ phận cấu thành của hạ tầng cho thị trường vốn và ở bất cứ quốc gia nào sự tồn tại và phát triển các công ty định mức tín nhiệm đều là điều kiện cần cho sự phát triển của thị trường trái phiếu.

Như vậy, chính sự phát triển của thị trường tài chính đã tạo ra nhu cầu bức thiết về việc phải thành lập CRA ở Việt Nam. Đồng thời, chính sự hoạt động hiệu quả của CRA sẽ có tác dụng tích cực đối với toàn bộ các chủ thể tham gia thị trường và nâng cao sự minh bạch của thị trường.

2.2.2.4. Yêu cầu của quá trình hội nhập kinh tế quốc tế

Một trong những yêu cầu quan trọng đối với Việt Nam khi tham gia vào các tổ chức kinh tế trong khu vực và thế giới chính là sự cải thiện vấn đề minh bạch thông tin của nền kinh tế mà trong đó trọng điểm là thị trường tài chính. Và thành lập CRA là một trong những giải pháp minh bạch hóa thị trường tài chính. Việc xúc tiến hình thành CRA tại Việt Nam đồng nghĩa với việc xây dựng và hoàn thiện cơ sở hạ tầng của thị trường tài chính, thị trường vốn ở Việt Nam mà trên thực tế đang đòi hỏi phải có nhiều định chế trung gian có uy tín, hoạt động độc lập.

Tại các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, thông tin tín nhiệm được đánh giá rất cao. Khách hàng của các công ty thông tin tín nhiệm thường là các nhà cung cấp, đầu tư, các nhà kinh doanh tiền tệ, chứng khoán và ngân hàng. Nhiều nước còn quy định bắt buộc ngân hàng hoặc các nhà xuất nhập khẩu phải có những bản báo cáo độc lập do một công ty kinh doanh thông tin tín nhiệm cung cấp trước khi cho vay hoặc bảo lãnh.

Ngày nay, vấn đề tìm hiểu và thẩm định khách hàng trở thành một nhu cầu không thể thiếu trong nền kinh tế thị trường, khi mà ngày càng có nhiều cơ hội hợp tác kinh doanh được mở ra và đi liền đó là nhu cầu cần phải thẩm định các cơ hội làm ăn này. Mặt khác, hội nhập kinh tế đòi hỏi phải có sự minh bạch hóa cao về thông tin doanh nghiệp, chẳng hạn như về tài chính, năng lực điều hành, công nghệ áp dụng... nhưng trong thực tế các doanh nghiệp VN phần lớn đều có xu hướng che giấu sự thật về bản thân mình, khuếch trương những điểm tốt, mặt mạnh, che giấu thông tin tài chính thực và những hạn chế của mình.

Tiến trình hội nhập đòi hỏi các doanh nghiệp cần phải tìm hiểu kỹ càng về các đối tác nước ngoài thông qua các công ty thông tin tín nhiệm để "rõ người biết ta", kiểm soát được rủi ro ở mức cao nhất có thể. Đồng thời, để tồn tại và phát triển trên thương trường, các doanh nghiệp không phải chỉ biết giữ bí mật kinh doanh như thời kỳ trước đây mà còn phải biết thể hiện mình để các đối tác hoặc khách hàng thấy rõ mình là ai, ở đâu, làm gì, có thể có năng lực đến đâu và về vấn đề gì.

Việc cung cấp những thông tin và đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp có vai trò quan trọng trong việc minh bạch hoá nền kinh tế. Thực tế đã cho thấy, do không kiểm soát tốt quá trình phát triển, nhiều tập đoàn lớn trên thế giới như Worldcom hay Enron đã phải phá sản sau hàng chục năm tồn tại. Ở VN, cũng không ít trường hợp các doanh nghiệp được coi là hàng đầu như Dệt Long An, Epco, Minh Phụng... phải phá sản. Sự sụp đổ của các tập đoàn lớn đã để lại hậu quả kinh tế, xã hội rất nặng nề và phải mất nhiều năm sau mới khắc phục hết. Đây chính là những lý do để những công ty kinh doanh thông tin tín nhiệm ra đời.

Hiện nay, tất cả các nước trong khu vực (trừ Lào, Campuchia) đều đã thiết lập CRA trên dưới 15 năm. Khối ASEAN cũng đã thành lập Diễn đàn các CRA như một tổ chức DN

ngành nghề của các nước Đông Nam Á. Hiệp hội các CRA của châu Á đã được thiết lập với sự trợ giúp của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB). Việt Nam với tư cách là một thành viên có nền kinh tế đang phát mạnh và đầy tiềm năng tất yếu cũng phải đi cùng xu hướng ấy. Để thị trường trái phiếu và thị trường tiền tệ phát triển, việc thành lập tổ chức đánh giá tín nhiệm là vấn đề hết sức cần thiết.

Việt Nam đã trở thành thành viên chính thức của WTO, nhu cầu về hệ thống thông tin minh bạch nhằm phát triển thị trường, nhất là thị trường vốn; việc hỗ trợ phát triển thương hiệu...chính là động lực và cơ hội cho sự xuất hiện một tổ chức đánh giá tín nhiệm tại Việt Nam.

Như vậy, với bốn lý do chính trên, việc thành lập CRA tại Việt Nam là một yêu cầu tất yếu. Tuy nhiên, làm thế nào để xây dựng mô hình CRA hợp lý và tổ chức hoạt động hiệu quả mới vẫn là vấn đề cần giải quyết. Đây là nội dung đề tài muốn đề cập đến ở chương 3. Tuy nhiên, để làm nền tảng cho những kiến nghị và giải pháp ở chương 3, phần tiếp theo sẽ là những phân tích về các yếu tố thuận lợi và khó khăn của việc thành lập CRA tại Việt Nam trong bối cảnh hiện nay.

2.3. Những thuận lợi và khó khăn đối với việc thành lập và tổ chức hoạt động của CRA tại Việt nam

Việc thành lập một công ty định mức tín nhiệm là đòi hỏi tất yếu và cấp bách. Thủ tướng Chính phủ khi phê duyệt Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010, đã đưa ra chủ trương thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm, chậm nhất vào năm 2005 nhưng đến nay Việt Nam vẫn chưa có được một CRA thực sự. Điều này cho thấy bên cạnh những yếu tố thuận lợi thì vẫn còn không ít những khó khăn trước mắt đối với việc ra đời và tồn tại của CRA.

2.3.1. Thuận lợi:

2.3.1.1. Những tiền đề và kinh nghiệm rút ra từ các CRA đã tồn tại ở Việt Nam

Sự ra đời và tồn tại cũng như ngừng hoạt động của các CRA đã tạo ra những tiền đề nhất định cho việc thành lập các CRA sau này.

Các CRA ra đời trước đây tuy chưa phải là các CRA thực sự nhưng ít nhiều đã thể hiện rằng thị trường tài chính Việt Nam có nhận thức và có nhu cầu về hoạt động của CRA. Đồng thời, khi lý giải vì sao các Công ty này hoạt động không hiệu quả hoặc sớm tạm ngừng hoạt động chúng ta cũng có thể biết được một phần các công việc cần làm để có thể xây dựng một mô hình thành công cho các CRA trong thời gian tới đây đặc biệt là về hành lang pháp lý cho hoạt động của CRA, việc tạo lập thị trường, xác định cơ cấu tổ chức, cơ cấu vốn, hình thức hoạt động của CRA, cách thức thực hiện định mức tín nhiệm và việc nâng cao nhận thức của các chủ thể tham gia thị trường tài chính.

2.3.1.2. *Nhận thức của Chính Phủ và các doanh nghiệp về vai trò của CRA ngày càng được nâng cao*

Ngày 04/05/2006 vừa qua, lần đầu tiên ở Việt Nam, một doanh nghiệp trong nước, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) đã công bố kết quả đánh giá mức độ tín nhiệm do Moody's, một trong những tổ chức đánh giá tín nhiệm hàng đầu thế giới thực hiện. Trong năm tiêu chí đánh giá của Moody's BIDV, tiêu chí "năng lực tài chính độc lập" là hạng E với "Triển vọng tích cực". Hạng E cho thấy tiềm lực tài chính của BIDV là rất yếu so với chuẩn mực chung. Tuy nhiên, đây không phải là điều đáng quan tâm hay lo ngại vì hầu như ai cũng biết tiềm lực tài chính hay vấn đề quản trị công ty của nhiều doanh nghiệp Việt Nam, nhất là các doanh nghiệp nhà nước là rất yếu. Có đánh giá hay không thực tế vẫn vậy. Cái được của BIDV nằm ở chỗ khác và nó có ý nghĩa to lớn hơn. Tại sao BIDV lại bỏ tiền tỷ ra thuê người ngoài xem xét, đánh giá những điểm yếu của mình rồi công bố cho cả trong và ngoài nước biết? Tuy nhiên, nếu xem kỹ một chút thì đây là một việc làm hết sức đúng đắn và cần thiết. Rõ ràng là trước khi thuê Moody's đánh giá, BIDV vẫn biết là họ yếu, nhưng không biết là yếu cỡ nào. Đến khi có kết quả đánh giá, họ biết rõ so với chuẩn mực thì tiềm lực tài chính của họ yếu ở mức mức nào.

Ở những nước phát triển, nếu một doanh nghiệp được xếp sức mạnh tài chính độc lập ở hạng E thì gần như không có cơ hội nào trên thị trường. Tuy nhiên, ở các nước đang phát triển và các nền kinh tế chuyển đổi, câu chuyện lại hoàn toàn khác. Đơn giản là vì ở các nền kinh tế như vậy, hầu như tất cả đều ở trong trạng thái yếu kém nên các doanh nghiệp chỉ hơn nhau về triển vọng phát triển và cách thức tận dụng cơ hội như thế nào thôi. Không đơn thuần chỉ là xếp hạng E mà Moody's đã còn cho BIDV thấy những yếu tố nào đã "tạo ra" mức xếp hạng như vậy. Đây là cơ sở để BIDV tìm cách khắc phục nhằm nâng cao điểm tín nhiệm của mình, đồng thời tìm cách tận dụng những cơ hội đang ở phía trước. Một điều hiển nhiên là vì mục tiêu phát triển dài hạn nên không có chuyện chỉ thuê đánh giá tín nhiệm một lần, mà theo định kỳ BIDV sẽ tiếp tục phải công bố mức độ tín nhiệm của mình. Đây chính là áp lực rất lớn đối với BIDV vì nếu họ muốn đạt được mục tiêu phát triển bền vững và tồn tại lâu dài thì công việc hiển nhiên trước mắt đối với họ là làm sao trong lần công bố tới, điểm tín nhiệm phải cao hơn lần này. Nếu không, hậu quả sẽ rất khó lường. Đây chính là áp lực để BIDV đẩy nhanh quá trình cải cách, sắp xếp, cơ cấu lại để có một mô hình ngân hàng theo chuẩn mực.

Câu hỏi đặt ra là liệu sau khi công bố mức tín nhiệm thấp như vậy có làm cho giá trị của BIDV giảm đi so với việc không công bố không? Câu trả lời là không. Đơn giản là vì mục tiêu của BIDV là xây dựng một mô hình doanh nghiệp hiện đại với các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Lúc này, giá trị của doanh nghiệp được đánh giá tín nhiệm sẽ bằng giá trị doanh nghiệp không được đánh giá tín nhiệm cộng với giá trị của việc đánh giá tín nhiệm.

Nói tóm lại, một công việc vừa có tác dụng làm tăng giá trị doanh nghiệp, vừa làm cơ sở, vừa là áp lực để phải làm cho mình tốt lên là việc hết sức nên làm.

Ở góc độ vi mô của một doanh nghiệp là như vậy. Còn ở góc độ vĩ mô điều này càng có ý nghĩa hơn vì khi việc đánh giá tín nhiệm các doanh nghiệp trở thành thông lệ và phổ biến thì nền kinh tế sẽ có một hệ thống tài chính, cách doanh nghiệp mạnh. Đây chính là nền tảng quan trọng cho tăng trưởng và phát triển kinh tế bền vững. Cũng với thái độ nhìn nhận một cách tích cực về vai trò của định mức tín nhiệm và vai trò của các CRA như vậy, một số doanh nghiệp lớn trong nước mà đi đầu là các ngân hàng như Vietcombank, Techcombank cũng đã bắt đầu thuê các CRA nổi tiếng nước ngoài để thực hiện xếp hạng cho mình.

Và nhận thức được điều đó, trong thời gian gần đây Bộ Tài Chính phối hợp với các cơ quan ban ngành trong nước và các tổ chức quốc tế đã có nhiều động thái tích cực trong việc chuẩn bị các điều kiện cần thiết cho sự ra đời của CRA tại Việt Nam. Điển hình như việc tổ chức các buổi hội thảo về CRA với sự có mặt và tham gia góp ý của các CRA quốc tế, IFC, Viện Noruma (Nhật Bản)..., ban hành một số văn bản luật mang tính chất khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng định mức tín nhiệm để nâng cao tính minh bạch, và tăng cường phổ biến kiến thức về CRA trên các phương tiện thông tin đại chúng ...

2.3.2. Khó khăn

Để thành lập và đi đến công nhận vai trò thật sự cần thiết của các tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam vẫn còn nhiều cản trở cả về môi trường pháp lý, nhận thức và thị trường hoạt động cho CRA.

Theo IFC (Công ty Tài Chính Quốc tế - International Finance Company), có năm bài học tổ chức này đã rút ra khi đầu tư vào các CRA trên thế giới.

Bài học đầu tiên là niềm tin, nếu như một CRA không tạo dựng được niềm tin trong các nhà đầu tư thì các nhà đầu tư sẽ không tin vào kết quả định hạng của họ.

Bài học thứ hai là cần phải nhận thức được sự cần thiết của thông tin.

Bài học thứ ba: để CRA có thể hoạt động khả thi thì cần phải có đủ công việc cho một CRA. Trong đó, công việc kinh doanh chính vẫn là phải xếp hạng tín nhiệm của các đợt phát hành nợ. Sau đó mới là định hạng tín nhiệm đối với các đơn vị phát hành và đa dạng hoá vào các dạng hình khác như tư vấn, cung ứng dịch vụ thông tin...

Bài học thứ tư: các khuôn khổ pháp lý ảnh hưởng tới sự sống còn của CRA.

Bài học thứ năm: điều kiện tiên quyết để thành lập CRA đầu tiên của một quốc gia là thị trường trái phiếu phải ở một mức độ nhất định, có tiềm năng để CRA ra đời.

Với năm bài học như vậy, chúng ta có thể thấy rằng tiến trình thành lập CRA ở Việt Nam còn gặp một số khó khăn chính sau:

❖ *Quy mô thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu Việt Nam nói riêng còn khá nhỏ bé*

Thị trường vốn Việt Nam tuy đã có nhiều bước phát triển vượt bậc trong thời gian gần đây nhưng vẫn chưa thể là một thị trường thuận lợi cho hoạt động của CRA. Những dịch vụ của CRA như đánh giá công ty, đánh giá các tổ chức tài chính, bảo hiểm, ngân hàng, đánh giá xếp hạng quản trị doanh nghiệp, cung cấp thông tin tài chính... là không bắt buộc, đòi hỏi sự tự nguyện của khách hàng trả tiền. Những dịch vụ này hiện đang còn xa lạ với Việt Nam. Trong khi đó, để tồn tại về mặt kinh doanh, các công ty đánh giá tín nhiệm cần một thị trường vốn đặc biệt là thị trường trái phiếu đủ lớn. Thị trường trái phiếu gồm trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm một tỷ trọng rất nhỏ và chủ yếu là trái phiếu chính phủ, song gần như tất cả trái phiếu chính phủ đều ở trên thị trường sơ cấp, rất hiếm các giao dịch thứ cấp.

❖ *Làm thế nào để tạo dựng niềm tin vào CRA của các nhà đầu tư và nhà phát hành?*

Đây là một câu hỏi khó mà các cơ quan nhà nước có liên quan và bản thân các CRA phải tìm cách giải quyết. Và thật sự đó là vấn đề mấu chốt cho sự tồn tại của các CRA. Để tạo dựng được niềm tin vào các CRA trong nước ở thị trường tài chính Việt Nam hiện nay là một điều không hề dễ dàng.

Vẫn còn nhiều nghi vấn về chất lượng dịch vụ của CRA ở các doanh nghiệp Việt Nam. Một số doanh nghiệp cho rằng, đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp cũng giống như con dao hai lưỡi. Một mặt nó có thể giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín, tạo lập thương hiệu trên thương trường. Nhưng nếu thông tin thu thập không đầy đủ, đánh giá không khách quan thì có thể ảnh hưởng xấu đến hình ảnh của doanh nghiệp và công việc kinh doanh của họ...

Không những thế, việc đánh giá tín nhiệm đòi hỏi các doanh nghiệp phải có trách nhiệm cung cấp đầy đủ, chính xác những tài liệu, thông tin về tình hình tài chính và phi tài chính trong phạm vi của mình theo yêu cầu của tổ chức đánh giá. Song, các doanh nghiệp Việt Nam phần lớn đều có xu hướng che giấu sự thật về bản thân mình, khuếch trương những điểm tốt, mặt mạnh, che giấu thông tin tài chính thực và những hạn chế của mình. Đây cũng là một khó khăn lớn của các công ty kinh doanh thông tin tín nhiệm. Và làm cách nào để có thể thẩm định các thông tin trong hoàn cảnh như thế và làm các nhà đầu tư tin tưởng vào kết quả xếp hạng là một yêu cầu bắt buộc đối với CRA

❖ *Đa số các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán vẫn chưa có nhận thức rõ ràng về CRA và tầm quan trọng của CRA*

Thách thức đối với một thị trường mới mẻ như Việt Nam chính là làm sao thông tin để cho cả nhà phát hành và nhà đầu tư hiểu được tầm quan trọng của công việc định mức tín nhiệm, làm sao để họ thấy được cần phải nắm rõ mức độ rủi ro và so sánh với mức lợi nhuận mà họ thu được khi chấp nhận rủi ro đó. Nếu nhà đầu tư tin rằng cần thiết phải có sự định mức tín nhiệm thì họ sẽ tự tìm đến CRA yêu cầu dịch vụ này

Hiện nay, chỉ một số doanh nghiệp lớn và bị áp lực về vấn đề hội nhập và bắt buộc nâng cao năng lực cạnh tranh của mình với các đối thủ nước ngoài như các ngân hàng... mới nhận thức được vai trò của CRA và bắt đầu sử dụng dịch vụ này. Sự phát triển của ngành định mức tín nhiệm của Việt Nam là có cơ sở nhưng phải cần một quá trình phát triển, vì đây là dịch vụ còn quá mới đối với Việt Nam.

❖ *Khung pháp lý cho hoạt động định mức tín nhiệm chưa được thiết lập*

Cho đến thời điểm hiện nay, các quy định về về thành lập và tổ chức hoạt động của các CRA tại Việt Nam hoàn toàn chưa được ban hành. Các quy định khác có liên quan hiện hành chưa quy định rõ và chưa bắt buộc phải có định mức tín nhiệm

Mới đây nhất, trong Nghị định số 52/2006/ND-CP ngày 19/5/2006 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp có đề cập đến định mức tín nhiệm, nhưng chỉ dừng lại ở mức độ mở ngoặc “nếu có”. Nhưng đến nay chưa có một biện pháp nào được triển khai để miêu tả rõ ràng định mức tín nhiệm ở Việt Nam.

Luật Doanh nghiệp và các văn bản pháp luật hiện hành cho phép việc thành lập định chế này, thủ tục thành lập CRA cũng rất đơn giản. Tuy nhiên, để CRA thực sự phát huy được vai trò của nó là công việc không dễ dàng, vì cần phải tạo ra khuôn khổ pháp lý và môi trường hoạt động cho CRA, điều mà Việt Nam chưa có.

Một điều kiện tiên quyết để phát triển ngành định mức tín nhiệm là sự công nhận và xem công tác định mức tín nhiệm như một trong những nhân tố toàn diện nhất để nhận biết những rủi ro tiềm ẩn. Tuy nhiên, chỉ với vấn đề định mức tín nhiệm liệu có nên bắt buộc trong phát hành chứng khoán hay không, hiện vẫn còn chưa rõ ràng và gây nhiều tranh cãi. Mặt khác, một yêu cầu của ngành định mức tín nhiệm là tính độc lập, để đảm bảo tính khách quan và chính xác của thông tin. Vì vậy, hệ thống pháp luật cần được thiết lập một cách phù hợp, trong đó chú trọng củng cố sự độc lập của quá trình định mức tín nhiệm. Quá trình này, luôn đòi hỏi thời gian và sự vận động về nhận thức của các cơ quan quản lý và xã hội.

❖ *Hệ thống thông tin tài chính về các doanh nghiệp chưa được thiết lập một đầy đủ, khoa học và đồng bộ.*

Một trong những điều kiện tiên quyết để cho CRA hoạt động chính là việc có một hệ thống thông tin chung về các doanh nghiệp được thiết lập một cách xuyên suốt, tin cậy và

tương đối đầy đủ. Mặc dù, mỗi bản thân một CRA đều phải tự thiết lập riêng hệ thống dữ liệu cho riêng mình nhưng một hệ thống dữ liệu chung luôn là nền tảng cơ bản và cần thiết. Tuy nhiên, đây lại là một điểm yếu mà hiện nay Việt Nam đang phải đối mặt và tìm cách khắc phục dần dần.

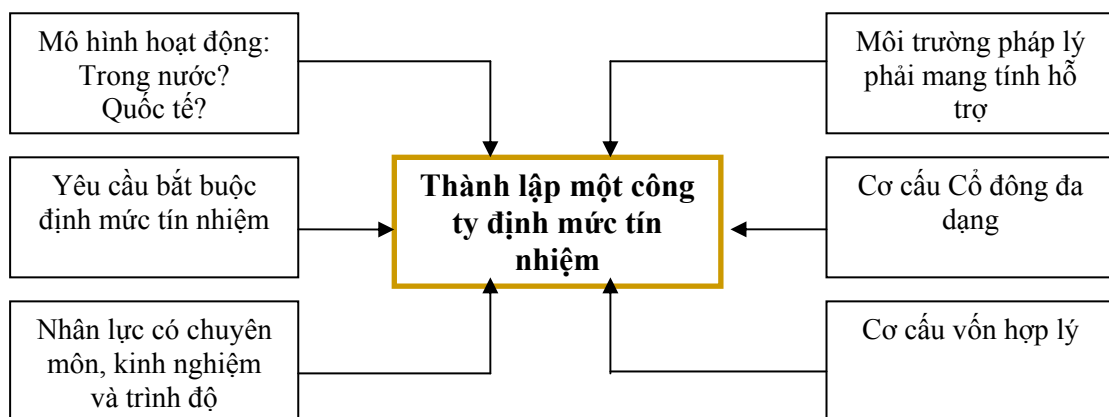
Hệ thống tài chính Việt Nam với cơ chế tài trợ vốn gián tiếp thông qua hệ thống ngân hàng chiếm vai trò chủ đạo và đang dần phát triển mạnh mẽ cơ chế tài trợ vốn trực tiếp qua kênh thị trường chứng khoán. Mỗi cơ chế qua thực tiễn đều có những ưu điểm và hạn chế của mình. Cùng với sự bộc lộ những yếu kém của những CRA đã hoạt động và nhu cầu huy động vốn bằng trái phiếu tất yếu phát triển thì việc xây dựng và tổ chức hoạt động hiệu quả CRA ở Việt Nam là một vấn đề bức thiết. Những nội dung ở chương 3 sẽ tập trung để giải quyết vấn đề này.

CHƯƠNG 3

MÔ HÌNH VÀ GIẢI PHÁP CHO HOẠT ĐỘNG CỦA CRA TẠI VIỆT NAM

Những phân tích ở chương một và hai thể hiện vai trò và sự cần thiết của CRA đối với thị trường tài chính thế giới nói chung và thị trường tài chính Việt Nam nói riêng. Đồng thời, những nội dung trên cũng đã nêu lên những yếu tố thuận lợi, khó khăn và những kinh nghiệm rút ra từ mô hình tổ chức và hoạt động của các CRA trên thế giới. Trên cơ sở những lập luận đó, nội dung của chương ba sẽ cố gắng giải quyết những vấn đề cần thiết cho việc thành lập và tổ chức hoạt động của CRA tại Việt Nam.

Sơ đồ 3.1: Các nội dung cần thiết ban đầu cho việc thành lập CRA



3.1. Mô hình tổ chức và hoạt động

Để đi tới sự lựa chọn, chúng ta cần phân tích đánh giá các loại mô hình CRA đã ra đời và hoạt động trên thế giới, nhất là tại các nước có nền kinh tế đang chuyển đổi và đồng thời phải căn cứ vào hoàn cảnh đặc thù của thị trường tài chính còn nhỏ bé như Việt Nam.

3.1.1. Các mô hình tổ chức và hoạt động của các CRA tại một số nước trên thế giới và khả năng áp dụng tại Việt Nam

Trên thế giới hiện đang có 3 loại hình CRA:

3.1.1.1. Mô hình CRA 100% vốn nước ngoài

Loại hình này do các CRA nước ngoài thành lập và hoạt động dưới dạng mở chi nhánh tại nước sở tại hoặc đăng ký thành lập Công ty. Mô hình này thường chỉ có một pháp nhân đứng ra thành lập hoặc có 2 pháp nhân nước ngoài.

Các tập đoàn định mức tín nhiệm đa quốc gia như Standard & Poors, Moody's... chỉ đăng ký hoạt động tại các Trung tâm tài chính lớn của thế giới như London, Hongkong, Singapore, Tokyo.... với thị trường nhỏ thì họ không thành lập chi nhánh mà chỉ tiến

hành các hợp đồng theo yêu cầu của các khách hàng hoặc đảm nhận vai trò đối tác chiến lược đối với các CRA trong nước hoặc tham gia góp vốn cổ phần khi các CRA địa phương đã có qui mô hoạt động lớn .

Các CRA khu vực và quốc tế, có qui mô nhỏ hơn nhiều các tập đoàn đa quốc gia, có thể tham gia hoạt động tại Việt Nam với điều kiện chắc rằng việc kinh doanh là thuận lợi, và thị trường vốn từng bước phát triển, cộng với vai trò tích cực của Chính phủ trong việc tạo lập thị trường cho CRA hoạt động.

Tuy nhiên việc thành lập CRA 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam sẽ gặp những trở ngại lớn:

- Thị trường trái phiếu (đối tượng bắt buộc phải định mức tín nhiệm khi phát hành trái phiếu) còn nhỏ bé – một yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến phương án kinh doanh của CRA;
- Những dịch vụ khác của CRA như đánh giá công ty, đánh giá các tổ chức tài chính, bảo hiểm, ngân hàng, đánh giá xếp hạng quản trị doanh nghiệp, cung cấp thông tin tài chính... là không bắt buộc, đòi hỏi sự tự nguyện của khách hàng trả tiền (theo thông lệ của các nước phát triển). Những dịch vụ này hiện đang còn chưa phổ biến ở Việt Nam. Doanh nghiệp, cơ quan chính phủ và nhà đầu tư chưa thấy hết được ý nghĩa cũng như lợi ích của các dịch vụ này. Chỉ khi nào nhận thức được đầy đủ thì mới phát sinh nhu cầu đòi hỏi định mức tín nhiệm từ các nhà đầu tư, các bên liên quan và khi đó mới tạo lập thị trường cho CRA hoạt động ;
- Không có những cổ đông chiến lược trong nước trợ giúp trong thời kỳ hoạt động ban đầu, khi mà thị trường cho CRA còn nhỏ bé. Thời kỳ hoạt động ban đầu lại là giai đoạn phải tạo lập thị trường...Không có đối tác trong nước thì các nhà đầu tư nước ngoài rất e ngại tham gia thị trường Việt Nam.

3.1.1.2. Mô hình công ty liên doanh với nhà đầu tư nước ngoài.

Mô hình này thường xảy ra giữa CRA nội địa với CRA nước ngoài cùng thiết lập liên doanh để khai thác một số dịch vụ của định mức tín nhiệm. Nếu mô hình này xảy ra ở Việt Nam thì đối tác trong nước phải là một tổ chức tài chính hoặc doanh nghiệp đã rất am hiểu về hoạt động của CRA.

Tuy nhiên, ngoài những yếu tố bất lợi giống như mô hình 100% vốn nước ngoài, mô hình liên doanh sẽ không phát huy được vai trò của nhiều cổ đông tham gia nếu so với hình thức công ty cổ phần.

3.1.1.3. Thứ ba là mô hình công ty cổ phần

Mô hình CRA này có sự tham gia của các cổ đông chiến lược nước ngoài. Đối với Việt Nam hiện nay, việc lựa chọn đúng các cổ đông chiến lược nước ngoài và vận động họ tham gia thành lập CRA đầu tiên của Việt Nam là con đường nhanh nhất để hình thành một tổ chức định mức tín nhiệm đủ uy tín và đảm bảo vai trò độc lập của doanh nghiệp trong thị trường tài chính Việt Nam. Cổ đông chiến lược nước ngoài có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc chuyển giao công nghệ, đào tạo nhân sự, cử người điều hành doanh nghiệp...

Trong mô hình này không có sự phân biệt đối xử giữa cổ đông trong nước và nước ngoài về tỷ lệ sở hữu. Nguyên tắc phân bổ tỷ lệ sở hữu là tùy thuộc vào vai trò của từng nhà đầu tư trong việc hình thành sự ra đời và hoạt động của CRA.

Qua nghiên cứu và tìm hiểu tại các nước Đông Nam Á, Đông Á, Nam Á như Ấn Độ, Pakistan, Đài Loan, Thái Lan... thì những CRA đầu tiên đều được thành lập dưới hình thức Công ty cổ phần và trong giai đoạn đầu hoạt động đều được sự hỗ trợ của Nhà nước và các tổ chức quốc tế về mặt chính sách và tài chính.

Bảng 3.1: Hình thức hoạt động của CRA tại một số nước điển hình

Hình thức CRA	Các nước điển hình	
Trong nước	Mỹ, Nhật, Trung Quốc, Thái Lan, (Philippines),	
Liên doanh	Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc	
Nước ngoài (Văn phòng đại diện của CRA nước ngoài)	Cho phép	Mỹ, Nhật Bản, Philippines, Hong Kong, Singapore
	Không cho phép	Hàn Quốc, Malaysia, Trung Quốc

Về cơ cấu cổ đông tham gia, để có thể đưa ra cơ cấu cổ đông hợp lý phù hợp với Việt Nam chúng ta có thể xem xét cơ cấu cổ đông của CRA ở một số quốc gia điển hình sau đây:

Bảng 3.2: Cơ cấu cổ đông CRA của một số nước điển hình

Nước	Chính phủ	Định chế tài chính	Công ty thông tin tài chính	CRA nước ngoài
Mỹ	-	-	X	X
Nhật Bản	-	X	X	X
Hàn Quốc	-	X	X	X
Malaysia	-	X	-	X
Philippines	X => -	-	-	X
Trung Quốc	-	X	-	-

(Ghi chú: - : không tham gia, X: có tham gia)

Qua cơ cấu cổ đông thực tế của các nước thì đa số không có sự tham gia của Chính phủ, chỉ có Philippines là có cổ đông là Chính Phủ nhưng sau đó cũng đi theo xu hướng chung như các nước khác.

3.1.2. Mô hình đề xuất

Riêng đối với Việt Nam, trên cơ sở học tập kinh nghiệm của các nước và thực tiễn về đặc điểm riêng của nền kinh tế, đề tài đưa ra đề xuất về mô hình CRA của Việt Nam như sau.

Trong giai đoạn đầu, Việt Nam nên thành lập CRA trong nước, hoạt động định mức tín nhiệm chủ yếu tập trung vào những đơn vị phát hành trong nước. Tại sao như vậy? Đây hoàn toàn không phải là một mục tiêu khiêm tốn. Vì nếu làm được và làm tốt công việc như vậy thì đã là một thành công rất lớn trong tương quan so sánh về sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam so với các nước trong khu vực và thế giới.

Trong giai đoạn kế tiếp, chúng ta nên có thể chấp thuận cho việc đăng ký hoạt động của CRA liên doanh và các CRA nước ngoài đầu tư vào để học hỏi kiến thức và vốn hút đầu tư nhưng cần phải có lộ trình về thời gian thích hợp. Đây là một bước đi thận trọng nhưng không thể không thực hiện vì yêu cầu hội nhập về tài chính ngày càng sâu rộng khi Việt Nam đã gia nhập vào WTO.

Hình thức hoạt động của CRA nên là công ty cổ phần và có sự tham gia có lựa chọn các cổ đông chiến lược nước ngoài như các CRA nước ngoài hoặc các tổ chức có nhiều kinh nghiệm trong việc tham gia xây dựng và thành lập CRA tại các nền kinh tế chuyển đổi như IFC, ADB ... Trong đó, thành phần cổ đông phải đa dạng, bao gồm các tổ chức và không một cổ đông nào nắm quyền chi phối đối với việc hình thành và hoạt động của CRA. Theo kinh nghiệm ở một số nước như Thái Lan và Malaysia, tỷ lệ sở hữu của tất cả các cổ đông được quy định ngang nhau (Thái Lan: 5%, Malaysia: 4,9%). Đồng thời, các cổ đông phải cam kết lâu dài với CRA.

Như trình bày ở phần trên, hầu hết CRA ở các nước đều không có sự tham gia đồng sở hữu của các tổ chức thuộc chính phủ như Ủy Ban chứng khoán nhà nước, Bộ Tài Chính, Ngân hàng nhà nước, Tổng cục Thống kê ... nhưng với đặc trưng của nền kinh tế Việt Nam thì sự tham gia của tổ chức thuộc Chính Phủ là cần thiết. Tuy nhiên, quyền kiểm soát hay tỷ lệ sở hữu của các tổ chức này không được chi phối so với các loại hình tổ chức tham gia khác nhằm tránh sự nghi ngờ về tính công bằng, minh bạch, độ tin cậy cũng như ý kiến chủ quan trong quá trình xếp hạng. Trong đó, CRA nước ngoài hoặc các tổ chức kinh tế quốc tế như IFC, ADB... có vai trò quan trọng trong việc chuyển giao công nghệ, đào tạo nhân sự, cử người để điều hành doanh nghiệp... Các cổ đông chiến lược trong nước như các định chế tài chính (các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư...), các công ty thông tin tài chính (VNN, VNEXPRESS...) cũng là thành phần không thể thiếu được trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Họ am hiểu văn hoá, phong tục

...trong nước, liên hệ làm việc với các cơ quan Chính phủ, cơ quan hữu quan thuận tiện, và góp phần quan trọng trong việc tạo lập thị trường. Trong mô hình này không có sự phân biệt đối xử giữa cổ đông trong nước và nước ngoài về tỷ lệ sở hữu. Nguyên tắc phân bổ tỷ lệ sở hữu là tùy thuộc vào vai trò của từng nhà đầu tư trong việc hình thành sự ra đời và hoạt động của CRA.

Để ra đời được mô hình này, với đủ thành phần cổ đông như trên thì đòi hỏi môi trường hoạt động cho CRA phải khả thi và điều kiện tiên quyết là khuôn khổ pháp lý cho CRA phải được ban hành và bao hàm:

- Điều kiện kinh doanh cho CRA. Định mức tín nhiệm thuộc ngành nghề kinh doanh có điều kiện và kinh doanh phải có giấy phép;
- Môi trường hoạt động cho CRA, qui định những đối tượng phải định mức tín nhiệm phù hợp với đặc thù của VN;

Cơ cấu vốn của CRA phải lành mạnh. Chi phí vốn ban đầu phải đủ cho CRA hoạt động trong những năm đầu và phát triển trong những năm sau đó. CRA không vay nợ từ ngân hàng để ngăn ngừa những áp lực về lợi nhuận quá lớn làm ảnh hưởng đến hoạt động của CRA.

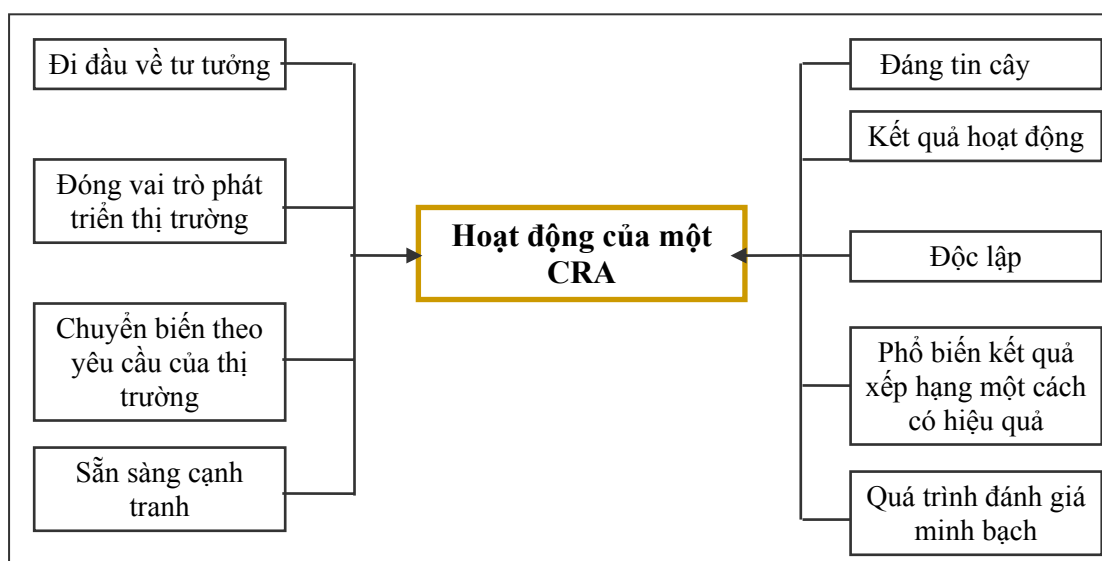
Để CRA có thể tồn tại khả thi, trong giai đoạn đầu không nên có nhiều CRA, nếu không có thể sẽ dẫn đến tình trạng cạnh tranh không lành mạnh. Bên cạnh đó, thị trường định mức tín nhiệm ở Việt Nam chắc rằng chưa thể đủ lớn và đem lại đủ các cơ hội kinh doanh cho nhiều CRA trên thị trường.

3.2. Các yêu cầu cần thiết đối với hoạt động của CRA

Cần xác định rằng khách hàng chính của CRA là nhà đầu tư chứ không phải các đơn vị phát hành mặc dù chính những đơn vị này là người trả phí dịch vụ. Nếu một CRA coi các đơn vị phát hành là đối tượng khách hàng chính của mình thì có thể sẽ dẫn đến tình trạng kết quả định mức tín nhiệm không minh bạch và kết quả này chủ yếu đáp ứng yêu cầu và quyền lợi của đơn vị phát hành.

Trong một nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, hoạt động của CRA muốn được hiệu quả thì phải đáp ứng các yêu cầu sau đây:

Sơ đồ 3.2: Các yêu cầu cần thiết đối với hoạt động của CRA



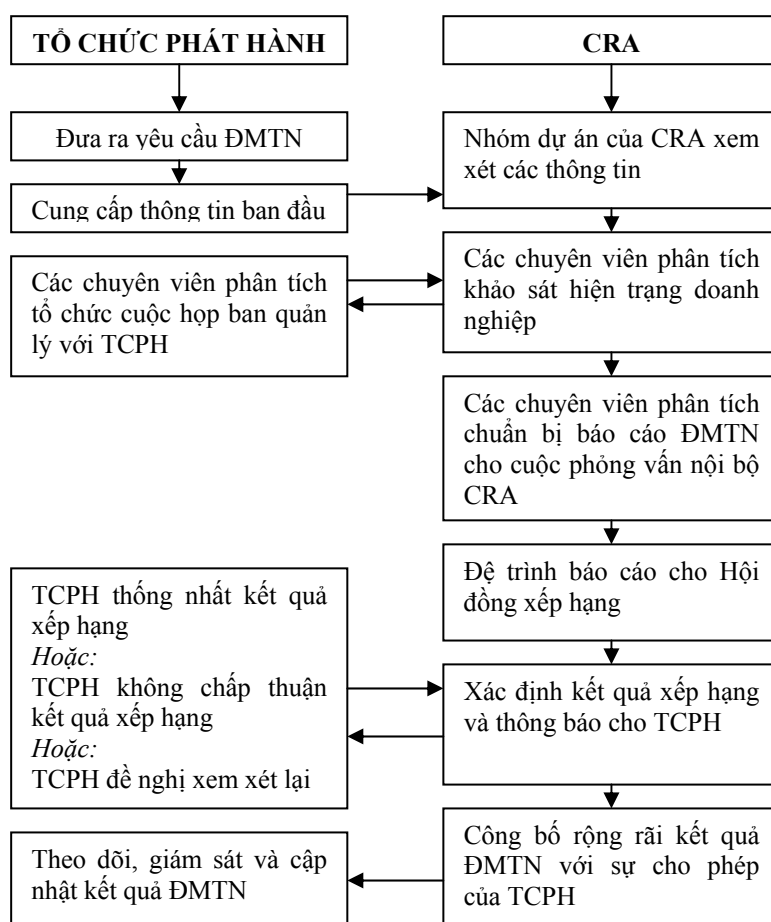
❖ **Đáng tin cậy, độc lập và theo dõi kết quả**

- Một ủy ban xếp hạng bên ngoài với độ tin cậy cao trong giai đoạn đầu phát triển có thể hỗ trợ cho quá trình thiết lập niềm tin.
- Cần làm rõ rằng CRA không chịu áp lực nào từ chính phủ cũng như khu vực tư nhân. Cơ cấu cổ đông đa dạng góp phần bảo đảm sự độc lập này
- Cần phát hành báo cáo định kỳ về các trường hợp không trả được nợ đúng hạn (sau một thời gian hoạt động) để làm “Thẻ Báo cáo” nhằm tăng cường độ tin cậy và tính nhất quán trong xác định mức độ tín nhiệm

❖ **Quá trình xếp hạng minh bạch**

Quá trình xếp hạng phải tuân thủ các bước cơ bản rõ ràng theo quy định riêng của từng CRA và quá trình này phải được các CRA thông báo công khai. Ví dụ như Moody’s hay S&P’s hàng năm đều xuất bản và cập nhật quyển sách “Corporate Rating Criteria” ... Có thể khái quát một quy trình cơ bản các CRA trên thế giới thường áp dụng như sau:

Sơ đồ 3.3: Quy trình định mức tín nhiệm cơ bản



❖ **Chấp thuận các tập quán tốt nhất của quốc tế (Theo bộ các nguyên tắc hoạt động cơ bản cho các tổ chức tín nhiệm (Tháng 12/2004) của IOSCO³ –The International Organization of Commissions - Tổ chức quốc tế các Ủy ban Chứng khoán) phù hợp với nhu cầu trong nước bao gồm các nội dung sau:**

- Chất lượng và tính nhất quán của quá trình xếp hạng
- Tính độc lập của CRA và tránh xung đột lợi ích
- Trách nhiệm của CRA đối với công chúng đầu tư và Đơn vị phát hành
 - + Đảm bảo tính minh bạch và kịp thời của công bố thông tin định mức tín nhiệm;
 - + Bảo quản các thông tin mật;
- Công khai nguyên tắc điều hành hoạt động và mối liên hệ với các đối tượng tham gia thị trường

❖ **Đảm bảo việc công bố thông tin xếp hạng hiệu quả**

³ Xem toàn bộ nội dung của các nguyên tắc này ở phần Phụ lục 2

- Các thông tin công bố bao gồm các thông tin thường xuyên và không thường xuyên về xếp hạng và thay đổi trong xếp hạng (như thăng hạng, xuống hạng, khẳng định lại hay sửa đổi đánh giá về tương lai của doanh nghiệp).
- Phổ biến thông qua các ấn phẩm và phương tiện thông tin đại chúng
- Website được xem là công cụ quan trọng của CRA và phục vụ như là công cụ tham chiếu cho nhà đầu tư

❖ ***Đi đầu về tư tưởng***

- Các CRA cần được nhìn nhận như nhà lãnh đạo hàng đầu về ý kiến với quan điểm độc lập
- CRA có thể đạt được vị trí như vậy thông qua các ấn phẩm như Bản tin thị trường trái phiếu, Báo kinh tế, các bài báo phân tích ngành
- Trong giai đoạn đầu của thị trường trái phiếu cần phải tổ chức các cuộc hội nghị hội thảo để các CRA có cơ hội trình bày và thể hiện vai trò cũng như tư tưởng của mình.

❖ ***CRA phải đóng vai trò phát triển thị trường tài chính***

- Trong một thị trường mới nổi, CRA cần phải đóng vai trò nửa quản lý (quasi-regulator) – không phải từ khía cạnh giám sát tuân thủ luật mà là khía cạnh đóng góp vào đào tạo cho thị trường tài chính.
- Ở phần lớn những thị trường mới nổi, CRA đồng nghĩa với sự phát triển của thị trường trái phiếu vì thị trường trái phiếu chính là huyết mạch cho hoạt động của CRA.
- CRA nên cộng tác với những nhà làm luật để đưa ra những định hướng phù hợp để thúc đẩy thị trường trái phiếu phát triển.

❖ ***Chuyển biến theo yêu cầu của thị trường***

- Khi thị trường trái phiếu phát triển, CRA phải thay đổi nhằm đáp ứng những yêu cầu mới của đơn vị phát hành, nhà đầu tư và nhà làm luật
- Các CRA trong nước có thể cần phát triển để có thể thực hiện định mức tín nhiệm xuyên quốc gia – nếu như các nhà đầu tư trong nước quyết định theo đuổi những dự án hoặc những khoản đầu tư ở nước ngoài.

❖ ***Sẵn sàng cạnh tranh***

- Khi thị trường đã phát triển, sẽ có cơ hội thành lập nhiều hơn một CRA (có thể có cả sự tham gia của CRA quốc tế). Và khi đó cạnh tranh sẽ là áp lực cho hoạt động của từng CRA.

- Tuy nhiên, cạnh tranh giữa các CRA luôn là lợi ích của thị trường – vì các chuẩn mực xếp hạng sẽ là yếu tố để tạo sự khác biệt. Điều này cũng sẽ tạo ra khái niệm định mức song phương và đa phương
- Đồng thời, với mức độ cạnh tranh ngày càng tăng cao, việc sáp nhập hoặc nhận vốn góp từ những CRA quốc tế để tăng quy mô, năng lực cạnh tranh sẽ là vấn đề tất yếu xảy ra..

3.3. Đối tượng xếp hạng

Trong giai đoạn đầu, CRA ở Việt Nam không thể thực hiện việc định mức tín nhiệm đối với rất nhiều đối tượng như các CRA nước ngoài mà phải tập trung vào một số đối tượng chính phù hợp với nền kinh tế Việt Nam. Điều này phụ thuộc vào khả năng của của CRA và góp phần tạo dựng uy tín ban đầu của CRA. Tuy nhiên, đối tượng xếp hạng không được quá hẹp vì như vậy sẽ không mang lại hiệu quả kinh tế cho CRA. Đồng thời, trong giai đoạn đầu, CRA Việt Nam sẽ tập trung vào việc định mức tín nhiệm trong dài hạn. Trước mắt, có bốn đối tượng cần được ưu tiên triển khai việc ĐMTN, gồm

3.3.1. Xếp hạng các công cụ nợ dài hạn, bao gồm việc xếp hạng tổ chức phát hành nợ dài hạn và xếp hạng đợt phát hành nợ dài hạn

Xếp hạng tổ chức phát hành nợ liên quan tới việc đưa ra đánh giá chung về năng lực của tổ chức phát hành nợ, của tổ chức bảo lãnh hoặc cung cấp các hỗ trợ tín dụng nhằm đáp ứng các cam kết tài chính liên quan đến các nhà phát hành nợ hoạt động trên thị trường tài chính Việt Nam. Còn xếp hạng đợt phát hành nợ dài hạn là việc đánh giá khả năng của công ty hoàn trả vốn gốc và lãi vay.

Lý do ưu tiên xếp hạng cho đối tượng này rất rõ ràng và đơn giản. Việt Nam đang đẩy nhanh công cuộc hiện đại hóa và công nghiệp hóa, vì vậy nhu cầu đầu tư được dự đoán sẽ tiếp tục tăng cao. Nền kinh tế trong nước với quy mô nhỏ chưa đáp ứng được nhu cầu vốn gia tăng đó, và chênh lệch cung- cầu này cần phải được đáp ứng bằng nguồn vốn vay quốc tế. Chính phủ, các chính quyền địa phương cũng như các công ty nhà nước lớn của Việt Nam thuộc các ngành năng lượng, công ích, tài chính dự kiến sẽ triển khai phát hành các trái phiếu quốc tế để thu hút vốn trong những năm tới. Vì vậy, việc các CRA Việt Nam cung cấp thông tin chuẩn xác về các đợt phát hành nợ dài hạn trong tương lai cũng như về các nhà phát hành nợ là điều hết sức cần thiết, giúp cho các nhà đầu tư quốc tế đánh giá đúng mức độ rủi ro cũng như mức hấp dẫn của các khoản đầu tư này. Các tổ chức phát hành nợ dài hạn ở Việt Nam hiện nay và trong tương lai gần dự kiến sẽ là Chính phủ, các chính quyền địa phương, các doanh nghiệp nhà nước, các định chế tài chính hoặc công ty bảo hiểm với quy mô lớn.

3.3.2. Xếp hạng tiền gửi và khả năng tài chính của các ngân hàng TMQD và TMCP Việt Nam

Xếp hạng tiền gửi ngân hàng liên quan tới khả năng của một ngân hàng có thể đáp ứng đúng hạn các nghĩa vụ nợ của mình đối với các tổ chức hoặc cá nhân gửi tiền trong và ngoài nước. Còn xếp hạng khả năng tài chính của ngân hàng liên quan tới đặc tính an toàn và chất lượng hoạt động của một ngân hàng, thường tính tới các yếu tố như các chỉ số tài chính cơ bản, giá trị mạng lưới hoạt động, sự đa dạng hóa tài sản đầu tư, và cả các yếu tố liên quan tới môi trường hoạt động của ngân hàng, triển vọng của nền kinh tế vv...

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam hiện nay, với tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm từ 7,5%-8,5% vào loại cao nhất khu vực, ngân hàng được dự đoán là một trong những ngành tăng trưởng mạnh nhất, đặc biệt là khu vực các ngân hàng TMCP tư nhân⁴ (tốc độ tăng trưởng lợi nhuận khoảng 20-30%/năm). Kế hoạch cổ phần hóa đang được triển khai của các ngân hàng TMQD hàng đầu Việt Nam như Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (VCB) và Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) cùng với sự phát triển mạnh mẽ của mạng lưới các ngân hàng TMCP trong những năm gần đây đã khiến ngành này thực sự trở thành tâm điểm thu hút luồng vốn đầu tư nước ngoài gián tiếp. Việc áp dụng ĐMTN đối với toàn bộ hệ thống ngân hàng Việt Nam, nếu được triển khai, sẽ được coi là một bước tiến bộ vượt bậc nhằm giúp tăng cường tính minh bạch và an toàn của hệ thống ngân hàng – xương sống của nền kinh tế, thu hút một lượng vốn đầu tư quốc tế đáng kể vào lĩnh vực này, đồng thời tạo đà cho thị trường trái phiếu các ngân hàng phát triển mạnh mẽ⁵. Tháng 4/2006, BIDV đã trở thành ngân hàng Việt Nam đi tiên phong trong việc xếp hạng tín nhiệm bằng hợp đồng ĐMTN ký kết với Moody's – CRA hàng đầu thế giới.

3.3.3. Xếp hạng các DNNN có quy mô lớn đã và đang tiến hành cổ phần hóa, các doanh nghiệp đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Việc tiến hành ĐMTN đối với các DNNN lớn đã và đang tiến hành cổ phần hóa, các doanh nghiệp đang niêm yết trên TTCK Việt Nam cần được coi là một điều kiện bắt buộc nhằm bảo vệ công chúng đầu tư nói chung, vì đại bộ phận trong số họ còn chưa có đầy đủ kiến thức và kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán. Việc ĐMTN bắt buộc này sẽ cung cấp cho các nhà đầu tư những thông tin chính xác về chất lượng cũng như những rủi ro trong hoạt động của doanh nghiệp, giúp tạo ra nguồn hàng có chất lượng cho thị trường, đồng thời tạo ra nguồn thu đáng kể cho các CRA trong giai đoạn đầu khó khăn.

⁴ Nguồn: các báo cáo của Merrill Lynch về Việt Nam “Việt Nam – Sân chơi của khu vực” và “Việt Nam đã sẵn sàng cho các ngân hàng lên niêm yết”

⁵ Tính đến thời điểm này, đã có 04 ngân hàng hàng đầu thế giới và khu vực chính thức mua từ 10-20% cổ phần của các ngân hàng TMCP Việt Nam, bao gồm Standard&Charter mua cổ phần của ACB, ANZ mua cổ phần của Sacombank, HSBC mua cổ phần của Techcombank và OCBC mua cổ phần của VP Bank

3.3.4. Xếp hạng các doanh nghiệp vừa và nhỏ của Việt Nam

Hiện khu vực các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) chiếm đa số trong tổng số doanh nghiệp Việt Nam và được coi là khu vực có nhiều tiềm năng phát triển xen lẫn rủi ro cao. Một trong những vấn đề nghiêm trọng cản trở việc vay vốn ngân hàng cho đầu tư phát triển của khu vực SMEs chính là sự thiếu minh bạch thông tin và thiếu những nguồn cung cấp tin đáng tin cậy về tình hình tài chính của các SMEs. Chính vì vậy, việc xếp hạng các SMEs được coi là một bước đi quan trọng, vì nó giúp đem lại những lợi ích cho chính các SMEs cũng như cho các tổ chức cho vay và cho sự phát triển nói chung của kinh tế Việt Nam.

❖ Các lợi ích đối với SMEs:

- Phân biệt được các SMEs có chất lượng tốt với các SMEs khác, không cào bằng mặt bằng chất lượng của các SMEs và coi chúng là như nhau
- Giúp các SMEs tiếp cận được với nguồn vốn vay ngân hàng dễ dàng hơn và với những điều kiện vay phù hợp với tình hình của công ty
- Tạo ra sự tin cậy cho các đối tác kinh doanh của SMEs thông qua chất lượng xếp hạng doanh nghiệp, từ đó hỗ trợ phát triển hoạt động của các SMEs
- Giúp tăng cường sự công khai, minh bạch và chất lượng quản trị trong các SMEs – khu vực vốn được coi là cực kỳ thiếu minh bạch và thông tin không đáng tin cậy

❖ Các lợi ích đối với các tổ chức cho vay:

- Hỗ trợ việc ra quyết định cho vay đối với các SMEs – khu vực có tốc độ tăng trưởng nhanh. Hiện nay, hệ thống ngân hàng Việt Nam vẫn chưa khai thác hết được tiềm năng tăng trưởng của khu vực này do thiếu những thông tin cần thiết hoặc do e ngại rủi ro vỡ nợ cao
- Cung cấp nguồn thông tin đáng tin cậy, giúp phân biệt giữa các SMEs có chất lượng và kém chất lượng, giúp giảm thiểu rủi ro

3.4. Hệ thống đánh giá xếp hạng

Các yêu cầu về hệ thống đánh giá xếp hạng:

- Được trình bày dưới hệ thống các biểu tượng đơn giản, dễ hiểu, dễ nhận rõ, có phân biệt giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, giữa trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi...
- Có khả năng so sánh rộng rãi: hệ thống này phải có cùng một cách diễn giải và ý nghĩa đối với tất cả các chứng khoán thuộc cùng chủng loại, bất kể chứng khoán đó do ai phát hành, đồng tiền dùng trong việc phát hành.
- Xây dựng hệ thống xếp hạng dài hạn và ngắn hạn riêng

Hệ thống biểu tượng xếp hạng đã được các CRA hàng đầu trên thế giới xây dựng, hoàn thiện và sử dụng lâu dài và được xem như một chuẩn mực chung trên thế giới. Các CRA của Thái Lan, Malaysia ... cũng đang sử dụng hệ thống này. Có nhiều ý kiến cho rằng, Việt Nam nên xây dựng hệ thống biểu tượng cho riêng mình và mang tính Việt Nam nhưng thiết nghĩ mục tiêu của chúng ta là tạo lập được các CRA hoạt động chuyên nghiệp và tiếp cận với các chuẩn mực thế giới nên việc sử dụng hệ thống đánh giá xếp hạng đã được hoàn thiện và chất lọc qua kinh nghiệm lâu dài của các CRA trên thế giới là hợp lý. Có thể trong chừng mực nào đó, hiệu quả đánh giá của cùng một mức hạng của CRA Việt Nam và thế giới chưa được tương thích với nhau và đó là điều tất yếu chúng ta phải chấp nhận trong giai đoạn đầu và chứng minh rằng chúng ta vẫn còn có nhiều việc phải làm để có được một CRA hiệu quả, chuyên nghiệp thật sự.

- **Hệ thống biểu tượng xếp hạng dài hạn** có các cấp độ từ AAA đến D như đã trình bày ở phần 1.3.5 của chương 1. Đồng thời có thể thêm dấu (+) hoặc (-) nhằm biểu thị thứ bậc trong cùng một hạng, để thấy rõ hơn mức độ năng lực thanh toán so với các cấp độ chuẩn.
- **Hệ thống biểu tượng xếp hạng ngắn hạn** có các cấp độ sau:
 - **A-1:** Đây là mức xếp hạng cao nhất, năng lực thanh toán mạnh. Riêng đối với mức hạng này, đối với một số trường hợp có thể thêm dấu (+) để chỉ năng lực thanh toán là rất mạnh.
 - **A-2:** Ở mức hạng này, khả năng trả nợ dễ bị ảnh hưởng bởi những thay đổi những tình huống và điều kiện kinh tế. Tuy nhiên, năng lực thanh toán là được đánh giá là có thể đáp ứng được.
 - **A-3:** Đây vẫn là một thông số tương đối an toàn. Tuy nhiên, trong điều kiện kinh tế hoặc thay đổi hoàn cảnh bất lợi thì có thể dẫn đến năng lực thanh toán yếu.
 - **B:** Nghĩa vụ nợ trong trường hợp này có mang tính chất đầu cơ nhất định. Trong hiện tại, năng lực thanh toán đáp ứng được nghĩa vụ nợ, tuy nhiên, khả năng này là không chắc chắn trong tương lai.
 - **B-1:** Mức độ tin cậy đối với mức hạng này trên mức trung bình so với những chứng khoán mang tính đầu cơ khác, khả năng thanh toán vẫn đáp ứng được các cam kết tài chính
 - **B-2:** Mức độ tin cậy đối với mức hạng này ở mức trung bình so với những chứng khoán mang tính đầu cơ khác. Năng lực thanh toán bị suy kém và bộc lộ khá nhiều yếu điểm

- **B-3:** Mức độ tin cậy đối với mức hạng này dưới mức trung bình so với những chứng khoán mang tính đầu cơ khác. Khi môi trường kinh doanh thay đổi theo chiều hướng bất lợi thì có thể dẫn đến suy yếu và mất thiện chí trả nợ.
- **C:** Hiện tại không đủ khả năng thanh toán, nếu như điều kiện kinh doanh trong tương lai trở nên thuận lợi thì mới khả dĩ đáp ứng các cam kết tài chính.
- **D:** Mất khả năng chi trả hoàn toàn hoặc đang nộp hồ sơ xin phá sản.

3.5. Phương pháp định mức tín nhiệm

Định mức tín nhiệm là một công việc phức tạp. Các loại hình công ty khác nhau, thuộc các ngành nghề khác nhau đòi hỏi phải có hệ thống chỉ tiêu đánh giá khác nhau.

Các chỉ tiêu đánh giá bao gồm các chỉ tiêu định tính và định lượng. Các thông tin đầu vào được cung cấp bởi doanh nghiệp muốn được đánh giá sẽ được chia thành nhiều nhóm chỉ tiêu, mỗi nhóm chỉ tiêu được cho điểm tương ứng trong quá trình xếp hạng. Việc xếp hạng không giới hạn ở việc đánh giá các chỉ tiêu tài chính mà bao gồm cả việc đánh giá các chỉ tiêu phi tài chính như việc xem xét môi trường hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, hiệu quả của ban giám đốc, chiến lược của doanh nghiệp, các tác động bên ngoài, v.v...

Trong phạm vi đề tài này, các tiêu chuẩn để định mức tín nhiệm trong dài hạn được đề xuất như dưới đây. Tuy nhiên, đối với từng doanh nghiệp hoặc đối tượng xếp hạng cụ thể thì cần phải có sự thay đổi hoặc thêm bớt các chỉ tiêu cho phù hợp.

3.5.1. Chỉ tiêu định tính (Thông tin phi tài chính)

Các thông tin phi tài chính phản ánh các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro về kinh doanh của doanh nghiệp. Các thông tin này được chia thành các nhóm thông tin chính như sau:

3.5.1.1. Môi trường vĩ mô

- **Môi trường văn hóa xã hội:** Những thay đổi trong môi trường văn hóa – xã hội có thể tạo ra những cơ hội và nguy cơ đối với doanh nghiệp. Chẳng hạn, sự thay đổi về phong cách tiêu dùng của người dân, sự thay đổi về cơ cấu dân cư, tuổi thọ của người dân ... có thể là cơ hội cho một số doanh nghiệp này nhưng lại là cơ hội cho một số doanh nghiệp khác. Do vậy, khi đánh giá môi trường hoạt động của doanh nghiệp cần xem xét các yếu tố cơ cấu dân cư, tuổi thọ, mức sống, phong cách tiêu dùng và những tác động hoặc các giá trị xã hội, các nhân tố văn hóa đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

- **Môi trường chính trị - pháp luật:** Sự ổn định về chính trị, chính sách phát triển và hệ thống pháp lý là những yếu tố có liên quan mật thiết đến hoạt động kinh doanh trong hiện tại và khuynh hướng thay đổi trong tương lai.
- **Môi trường kinh tế:** Doanh nghiệp là một thành phần không thể tách rời của nền kinh tế. Do vậy, thực trạng của môi trường kinh tế có tác động mạnh mẽ đến khả năng phát triển và tìm kiếm lợi nhuận của doanh nghiệp bao gồm các yếu tố chính như lạm phát, tỷ giá hối đoái, lãi suất, tỷ lệ tăng GDP ...
- **Môi trường công nghệ:** Đối với những doanh nghiệp đang hoạt động trong những lĩnh vực có tốc độ thay đổi công nghệ diễn ra càng nhanh thì thì mức độ rủi ro đối với chúng càng cao. Điều này cũng còn phụ thuộc vào khả năng thích ứng, đổi mới và việc đầu tư cho R&D của doanh nghiệp.

3.5.1.2. Môi trường ngành

- **Chu kỳ kinh doanh của ngành:** Chu kỳ kinh doanh của một ngành thường gắn liền với mức tăng trưởng GNP của một quốc gia và một số biến số khác, tùy theo tính chất riêng của ngành. Ví dụ, ngành dịch vụ y tế phụ thuộc rất nhiều vào tốc độ tăng trưởng kinh tế, dân số và cơ cấu dân số. Nhìn chung, tình hình hoạt động của nhiều ngành thường tương đồng với các chu kỳ kinh tế. Tuy nhiên, trong nhiều lĩnh vực cụ thể của một ngành có thể không hoàn toàn tương đồng với chu kỳ kinh tế. Việc đánh giá thường được dựa trên chu kỳ kinh doanh để đánh giá.
- **Triển vọng phát triển của ngành:** Triển vọng tăng trưởng của một ngành có liên hệ chặt chẽ với chu kỳ kinh tế. Một ngành có triển vọng tăng trưởng mạnh có thể đem lại cho các doanh nghiệp trong ngành những cơ hội thuận lợi. Những cơ hội này thể hiện ở tiềm năng mở rộng thị trường, khả năng cải thiện vị thế tài chính của các doanh nghiệp... Tiêu chuẩn đánh giá căn cứ vào mức độ triển vọng tăng trưởng.
- **Môi trường cạnh tranh trong ngành:** Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp chủ yếu diễn ra trên hai phương diện là giá cả và chất lượng sản phẩm. Tình hình cạnh tranh trong ngành liên quan trực tiếp đến cơ cấu thị trường, số lượng các đối thủ cạnh tranh của ngành đó và chính sách định giá linh hoạt. Đa số các ngành thường chịu những áp lực từ thị trường và các doanh nghiệp thường phải định giá bán hàng hóa của họ trong mối liên hệ với giữa cung và cầu hàng hóa đó. Bởi vậy, cạnh tranh về giá thường đem lại lợi thế cho những doanh nghiệp giữ vai trò dẫn đạo thị trường. Tiêu chuẩn đánh giá có thể căn cứ vào mức độ cạnh tranh trong ngành từ mức thấp đến mức cao.

- **Áp lực cạnh tranh tiềm tàng trong một ngành** tùy thuộc vào mức độ khó khăn đối với các doanh nghiệp có khả năng gia nhập ngành đó để cạnh tranh với các doanh nghiệp hiện đang hoạt động trong ngành. Các “rào cản gia nhập ngành” thường bao gồm:
 - Khả năng tận dụng lợi thế về quy mô sản xuất kinh doanh lớn của các doanh nghiệp trong ngành
 - Lợi thế về chi phí tuyệt đối (mức độ kiểm soát các yếu tố đầu vào, kỹ năng quản trị, chi phí vốn, bằng sáng chế, phát minh, kinh nghiệm ...)
 - Nhu cầu vốn đầu tư ban đầu tối thiểu
 - Sự can thiệp của chính quyền trong việc cấp phép và các thủ tục hành chính khác.

Nếu một ngành có những “rào cản gia nhập ngành” càng thấp thì áp lực cạnh tranh tiềm tàng càng cao và ngược lại, nếu các rào cản này càng cao thì áp lực cạnh tranh tiềm tàng trong ngành có thể sẽ càng thấp

- **Các nguồn cung ứng trong ngành:** Mức độ sẵn sàng của nguồn lao động và nguồn cung cấp nguyên vật liệu, bán thành phẩm cho ngành sẽ tác động lên cơ cấu thị trường và áp lực cạnh tranh trong ngành. Tiêu chuẩn đánh giá có thể căn cứ vào mức độ thuận lợi hay bất lợi của các nguồn cung ứng.

3.5.1.3. Điều kiện kinh doanh của doanh nghiệp

- **Chu kỳ đời sống của sản phẩm:** Chu kỳ đời sống điển hình của một sản phẩm có 05 giai đoạn: giai đoạn phát triển sản phẩm, giai đoạn tung sản phẩm ra thị trường, giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn bão hòa và giai đoạn suy thoái. Khi đánh giá phải dựa vào đặc điểm đời sống của từng loại sản phẩm, quy mô thị trường tiềm năng, thị phần của doanh nghiệp và vị thế cạnh tranh của sản phẩm.
- **Chất lượng sản phẩm:** Việc đánh giá chất lượng sản phẩm có thể dựa vào 03 tiêu chuẩn sau:
 - Sản phẩm chưa nhận được chứng chỉ ISO 9001/9002
 - Sản phẩm đã nhận được chứng nhận ISO 9001/9002
 - Sau khi nhận được chứng nhận ISO 9001/9002.

Về tiêu chuẩn, có thể căn cứ vào mức độ hoạt động nhằm loại bỏ chi phí ẩn và việc đạt được chứng nhận ISO để xây dựng tiêu chuẩn đánh giá.

- **Địa điểm và địa bàn hoạt động:** Đất đai và địa bàn hoạt động sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Đây là giá trị vô hình tạo nên lợi thế hoặc bất lợi cho doanh nghiệp.
- **Quy mô hoạt động của doanh nghiệp:** Quy mô của doanh nghiệp cũng là một yếu tố cần được xem xét bởi doanh nghiệp không thể tiến hành đa dạng hóa để giảm rủi ro kinh doanh và nâng cao ưu thế cạnh tranh khi quy mô của nó quá nhỏ.
- **Thị phần:** Thị phần của doanh nghiệp là tỷ số giữa doanh số bán của doanh nghiệp và tổng doanh số bán của ngành. Do đặc điểm của các hoạt động điều tra nghiên cứu thị trường nên thị phần của doanh nghiệp chỉ là một giá trị có độ chính xác tương đối.
- **Công nghệ hiện tại của doanh nghiệp:** Đối với các doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm hữu hình, công nghệ giữ vai trò đặc biệt quan trọng bởi vì công nghệ sẽ quyết định năng suất sản xuất, chất lượng sản phẩm và chi phí sản xuất sản phẩm.
- **Hoạt động nghiên cứu và phát triển:** Chiến lược đầu tư cho R&D luôn là một trong những yếu tố để duy trì vị thế cạnh tranh và có thể tạo ra những bước phát triển đột phá cho doanh nghiệp.

3.5.1.4. Chỉ tiêu về chất lượng quản lý

- **Cơ cấu tổ chức:** Đánh giá cơ cấu tổ chức của một doanh nghiệp dựa trên tính hữu hiệu của mô hình tổ chức và bộ máy quản trị. Không có một mô hình lý tưởng nào áp dụng cho mọi doanh nghiệp. Vì vậy, căn cứ vào đặc điểm ngành - nghề - sản phẩm, chiến lược kinh doanh mà doanh nghiệp đang theo đuổi, người đánh giá có thể xem xét về tính hữu hiệu trong việc lựa chọn cơ cấu tổ chức của doanh nghiệp đó. Tiêu chuẩn đánh giá cơ cấu tổ chức là tính hữu hiệu trong hoạt động kinh doanh thể hiện ở tốc độ thu thập và xử lý thông tin, ra quyết định và hiệu năng quản trị... Các mức độ đề nghị: rất hữu hiệu, hữu hiệu, trì trệ ...
- **Loại hình doanh nghiệp:** Sự lựa chọn loại hình doanh nghiệp hợp lý thể hiện qua việc loại hình đó có phù hợp với yêu cầu phát triển của doanh nghiệp hay không và có phù hợp với quy luật phát triển loại hình doanh nghiệp hay không. Quy luật phát triển về loại hình doanh nghiệp như sau:
 - Quy luật phát triển từ doanh nghiệp một chủ thành doanh nghiệp nhiều chủ;
 - Quy luật phát triển từ các doanh nghiệp chịu trách nhiệm vô hạn thành những doanh nghiệp chịu trách nhiệm hữu hạn.

- **Ban quản lý:** Ban quản lý giữ vai trò hết sức trọng yếu đối với doanh nghiệp. Những quyết định của Ban quản lý sẽ ảnh hưởng đến sự phát triển, tồn tại hay suy vong của một doanh nghiệp. Trong khi đó, trên phương diện con người, nhà lãnh đạo cũng có thể mắc sai lầm, có cá tính và tình cảm riêng... Do đó, khi đánh giá về Ban lãnh đạo, tổ chức định mức tín nhiệm thường xem xét một loạt các yếu tố như uy tín, năng lực, đạo đức trình độ học vấn, khả năng đảm đương chức vụ, sức khỏe, tuổi tác, cá tính ...
- **Chính sách nhân sự:** Chính sách nhân sự của doanh nghiệp được đánh giá trên các phương diện như: chính sách tuyển dụng và sử dụng nhân sự, chính sách động viên và đãi ngộ nhân viên, chính sách đào tạo... Hệ quả của những chính sách này thể hiện ở khả năng thu hút, giữ nhân tài và nâng cao khả năng cạnh tranh trên thị trường lao động của doanh nghiệp. Hệ quả thứ hai của chính sách này thể hiện ở mức độ được thúc đẩy và thỏa mãn của nhân viên, có thể được phản ánh qua các số liệu về số ngày nghỉ việc, số người rời bỏ công ty hàng năm, số vụ lãn công hay đình công ... Tiêu chuẩn đánh giá có thể từ mức tối ưu (không có nhân viên bỏ việc, không có đình công, số ngày nghỉ ngoài chế độ rất thấp) cho đến mức rất xấu (xảy ra đình công hay lãn công phổ biến).
- **Chiến lược kinh doanh:** Ngày nay, do sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ, của toàn cầu hóa thương mại, cùng những thay đổi liên tục trong thị hiếu của người tiêu dùng cũng như các chính sách toàn cầu về bảo vệ môi trường ... đã tạo ra những áp lực rất lớn đối với doanh nghiệp. Hơn nữa, do tình hình cạnh tranh ngày càng mạnh mẽ, cung thường lớn hơn cầu, do vậy các doanh nghiệp phải xây dựng được chiến lược kinh doanh phù hợp để tồn tại, phát triển và chiến thắng trong cạnh tranh. Chiến lược của doanh nghiệp phải phù hợp với vị thế cạnh tranh của mình, phù hợp với tiềm năng cũng như các điều kiện nguồn lực sẵn có.
- **Văn hóa doanh nghiệp:** Văn hóa doanh nghiệp là hệ thống những giá trị chung, những niềm tin, những tập quán của doanh nghiệp và chúng tác động qua lại với cơ cấu chính thức để hình thành nên những chuẩn mực hành động mà tất cả mọi thành viên của Công ty tự nguyện noi theo. Bản sắc của mọi doanh nghiệp xuất phát từ triết lý kinh doanh và từ nền văn hoá của doanh nghiệp. Đó là cơ sở để người ta phân biệt giữa doanh nghiệp này với doanh nghiệp khác. Những giá trị này được thấm nhuần và thể hiện trong phong cách quản lý, trong thái độ và cách thức phục vụ khách hàng của nhân viên ... Như vậy, khi một doanh nghiệp có nền văn hóa vững mạnh với những giá trị riêng đặc sắc, chứng tỏ doanh nghiệp có một truyền thống tốt và có uy tín tốt trên

thương trường. Tiêu chuẩn đánh giá dựa trên mức độ tác động của nền văn hóa và bản sắc đối với hiệu năng quản lý của doanh nghiệp.

3.5.2. Chỉ tiêu định lượng (Thông tin tài chính)

Các chỉ tiêu định lượng sử dụng trong đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp tập trung vào các chính sách của công ty về chiến lược kinh doanh, các mục tiêu tài chính, khả năng huy động vốn. Các chỉ tiêu định lượng sẽ được so sánh để phân tích xu hướng và so với đối thủ cạnh tranh và mức bình quân ngành. Các chỉ tiêu tài chính sẽ được tổng hợp để đạt tới một cái nhìn tổng quan về khả năng tài chính lành mạnh. Hệ thống các chỉ tiêu định lượng này được chia các thành nhóm, bao gồm các chỉ số chủ yếu, cách tính toán và ý nghĩa như sau:

Bảng 3.3: Các chỉ tiêu tài chính được sử dụng để đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp

STT	Tên chỉ tiêu	Cách tính toán		Ý nghĩa
		Tử số	Mẫu số	
I Các hệ số thanh khoản (lần)				
1	Hệ số thanh toán hiện hành	Tài sản lưu động (TSLĐ)	Nợ ngắn hạn	Hệ số này cho biết doanh nghiệp có bao nhiêu tài sản có thể chuyển đổi nhanh chóng thành tiền mặt để đáp ứng việc thanh toán nợ ngắn hạn, do đó nó đo lường khả năng trả nợ của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này thể hiện một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bởi bao nhiêu đồng tài sản lưu động. Khi hệ số này giảm chứng tỏ khả năng trả nợ ngắn hạn của doanh nghiệp giảm và ngược lại. Tuy nhiên, khi hệ số này tăng quá cao thì lại cho thấy doanh nghiệp không sử dụng hiệu quả tài sản lưu động, điều này sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
2	Hệ số thanh toán nhanh	TSLĐ - Hàng tồn kho	Nợ ngắn hạn	Khả năng trả nợ ngắn hạn bằng tài sản lưu động có thể chuyển đổi nhanh chóng thành tiền mặt, không bao gồm hàng tồn kho (chậm chuyển đổi sang tiền mặt hơn so với các loại tài sản lưu động khác).
II Các hệ số hoạt động (lần)				
3	Số vòng quay tổng Tài sản	Doanh thu thuần (DTT)	Tài sản (TS)	Hiệu quả sử dụng TS, thể hiện một đồng tài sản đã đem lại bao nhiêu đồng doanh thu thuần.
4	Số vòng quay TSCĐ	DTT	Tài sản cố định (TSCĐ)	Cường độ và hiệu quả sử dụng TSCĐ, thể hiện một đồng tài sản cố định đã đem lại bao nhiêu đồng doanh thu thuần.

5	Số vòng quay vốn lưu động	DTT	TSLĐ - Nợ Ngắn hạn	Thể hiện hiệu quả sử dụng và kiểm soát vốn lưu động
6	Số vòng quay hàng tồn kho	Giá vốn hàng bán (GVHB)	HTK bình quân Khoản phải thu bình quân	Tốc độ luân chuyển hàng tồn kho
7	Số vòng quay các khoản phải thu	DTT	phải thu bình quân	Thể hiện tốc độ thu nợ, hiệu quả sử dụng TSLĐ, chính sách bán chịu của doanh nghiệp
8	Số vòng quay các khoản phải trả	DS mua hàng = Tồn kho đầu kỳ + GVHB – Tồn kho cuối kỳ	Khoản phải trả bình quân	Tốc độ trả nợ, là một hệ số kiểm soát nợ, nói lên khả năng trì hoãn trả nợ cho người bán và khả năng chiếm dụng vốn của doanh nghiệp được xem xét
III Các hệ số về đòn cân nợ (lần)				
9	Tổng Nợ/Tổng tài sản	Nợ phải trả	TS	Mức độ trang trải trên TS bằng nợ vay. Đòn cân nợ làm gia tăng khả năng tạo ra lợi nhuận nhưng cũng đồng thời làm gia tăng rủi ro cho công ty và các chủ nợ. Trong giai đoạn phát triển tốt thì việc sử dụng nhiều nợ vay sẽ có lợi cho công ty. Nhưng khi hoạt động kinh doanh suy thoái, không hiệu quả thì việc sử dụng nợ vay sẽ là một gánh nặng cho Công ty
10	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	Nợ phải trả	VCSH	Thể hiện có bao nhiêu đồng nợ vay tham gia cùng với một đồng VCSH
11	Hệ số chi trả lãi vay	EBIT	Lãi vay	Khả năng chi trả lãi vay từ lợi nhuận HĐKD
12	Hệ số chi trả nợ vay	EBIT	Lãi vay+ Nợ gốc	Khả năng chi trả lãi vay và nợ gốc từ hoạt động kinh doanh
IV Các tỷ số khả năng sinh lời (%)				
13	ROS (Tỷ suất lợi nhuận ròng/Doanh thu)	Lợi nhuận ròng	DTT	Một đồng DTT tạo ra bao nhiêu phần trăm lãi ròng.
14	ROA (Tỷ suất lợi nhuận ròng/Tổng Tài sản)	Lợi nhuận ròng	TS	Một đồng tài sản được đầu tư tạo ra bao nhiêu phần trăm lãi ròng.
15	ROE(Tỷ suất lợi nhuận ròng/Vốn chủ sở hữu)	Lợi nhuận ròng	VCSH	Một đồng vốn chủ sở hữu tạo ra bao nhiêu phần trăm lãi ròng
V Tình hình lưu chuyển tiền tệ				

16	<i>Ngân lưu trả nợ ngắn hạn ($\geq 40\%$)</i>	Ngân lưu ròng từ HĐKD	Nợ ngắn hạn	Khắc phục yếu điểm về tính thời điểm của các hệ số thanh toán trên, hệ số này cho biết dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính trong kỳ có đủ để trả nợ ngắn hạn hay không
17	<i>Ngân lưu trả nợ chung ($\geq 20\%$)</i>	Ngân lưu ròng từ HĐKD	Tổng nợ phải trả	Khắc phục yếu điểm về tính thời điểm của các hệ số thanh toán trên. Khả năng kiếm tiền từ hoạt động chính để trả nợ.

3.5.3. Phương pháp định mức tín nhiệm

Các CRA sử dụng bảng cho điểm đối với các chỉ tiêu định tính và định lượng trên. Mỗi hạng mục đều được cho điểm, tuy nhiên không có công thức chung cho việc kết hợp các yếu tố này lại để đi đến kết luận định mức tín nhiệm. Ngoài ra, các bảng phân tích không phải rời rạc mà chúng có mối quan hệ phụ thuộc, tác động qua lại lẫn nhau. Như vậy, có thể nói việc điều chỉnh các yếu tố (cho trọng số giữa các yếu tố, tỷ lệ giữa các hạng mục) là vấn đề quan trọng nhất trong việc định mức tín nhiệm để làm sao phù hợp với từng loại hình định mức tín nhiệm, từng ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh khác nhau..

Nhằm thống nhất trong việc tính toán cũng như bảo đảm mối tương quan giữa các chỉ tiêu thì các chỉ tiêu cũng sẽ được cho điểm chi tiết từ 1 đến 10 tương ứng với 10 bậc trong hệ thống xếp hạng. Từng chỉ tiêu cũng sẽ có các điểm trọng số. Điểm trọng số được tính tùy theo đặc điểm của từng ngành nghề cụ thể như sau:

- Nội dung có tác động mạnh và trực tiếp: 3 điểm
- Nội dung có tác động trung bình: 2 điểm
- Nội dung có tác động yếu hoặc gián tiếp: 1 điểm.

3.5.3.1. Mẫu bảng điểm đánh giá về môi trường vĩ mô

Bảng 3.4: Mẫu bảng điểm đánh giá môi trường vĩ mô

Mức hạng	Điểm từng phần	Môi trường văn hóa - xã hội	Môi trường chính trị pháp luật	Môi trường kinh tế	Môi trường công nghệ	Tổng điểm từng mức hạng
AAA	10	Cực kỳ thuận lợi	Cực kỳ thuận lợi	Cực kỳ có triển vọng	Hầu như không có rủi ro	10x
AA	9	Rất thuận lợi	Rất thuận lợi	Rất triển vọng	Rủi ro rất thấp	9x
A	8	Khá thuận lợi	Khá thuận lợi	Khá triển vọng	Rủi ro khá thấp	8x
BBB	7	Tương đối thuận lợi	Tương đối thuận lợi	Khá tốt	Rủi ro thấp	7x
BB	6	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	6x
B	5	Gần đạt trung bình	Gần đạt trung bình	Gần đạt trung bình	Trên mức trung bình một chút	5x
CCC	4	Tương đối bất lợi	Tương đối bất lợi	Có triển vọng rất ít	Rủi ro hơi cao	4x
CC	3	Khá bất lợi	Khá bất lợi	Khá xấu	Rủi ro khá cao	3x
C	2	Bất lợi	Bất lợi	Xấu	Rủi ro cao	2x
D	1	Rất bất lợi	Rất bất lợi	Rất xấu	Rủi ro rất cao	x
Tổng hệ số (x)		x1	x2	x3	x4	

Trong đó:

x: Tổng hệ số = $x_1 + x_2 + x_3 + x_4$ với (x_1, x_2, x_3, x_4 : các trọng số của các chỉ tiêu)

Căn cứ vào tình hình thực tế của môi trường kinh tế quốc gia, các chuyên viên phân tích sẽ cho điểm cụ thể cho từng tiêu chí và tính được tổng số điểm của chỉ tiêu môi trường vĩ mô: Tổng điểm chỉ tiêu môi trường vĩ mô = \sum (điểm tiêu chí $_i$ x hệ số của tiêu chí $_i$)

3.5.3.2. Mẫu bảng điểm đánh giá chỉ tiêu về môi trường ngành

Bảng 3.5: Mẫu bảng điểm đánh giá về môi trường ngành

Mức hạng	Điểm từng phần	Chu kỳ kinh doanh của ngành	Triển vọng phát triển của ngành	Môi trường cạnh tranh trong ngành	Áp lực cạnh tranh tiềm tàng	Các nguồn cung ứng trong ngành	Tổng điểm từng mức hạng
AAA	10	Rất phát triển	Cực kỳ tốt	Hầu như không có	Hầu như không có rủi ro	Cực kỳ thuận lợi	10y
AA	9	Phát triển tốt	Rất tốt	Rất thấp	Rủi ro rất thấp	Rất thuận lợi	9y
A	8	Khá phát triển	Tốt	Khá thấp	Rủi ro khá thấp	Khá thuận lợi	8y
BBB	7	Tương đối phát triển	Khá tốt	Thấp	Rủi ro thấp	Tương đối thuận lợi	7y
BB	6	Trung bình	Trung bình	Hơi thấp	Rủi ro hơi thấp	Trung bình	6y
B	5	Gần bão hòa	Gần đạt trung bình	Trung bình	Trung bình	Gần đạt trung bình	5y
CCC	4	Bão hòa	Có triển vọng rất ít	Hơi cao	Rủi ro hơi cao	Nguồn cung hơi khan hiếm	4y
CC	3	Suy thoái nhẹ	Khá xấu	Khá cao	Rủi ro khá cao	Nguồn cung khá khan hiếm	3y
C	2	Suy thoái	Xấu	Cao	Rủi ro cao	Bất lợi	2y
D	1	Cực tiêu	Rất xấu	Rất cao	Rủi ro rất cao	Rất bất lợi	y
Tổng hệ số (y)	y1	y2	y3	y4	y5		

Trong đó:

y: Tổng hệ số = $y_1 + y_2 + y_3 + y_4 + y_5$ với (y_1, y_2, y_3, y_4, y_5 : các trọng số của các chỉ tiêu)

Căn cứ vào tình hình thực tế của môi trường ngành, các chuyên viên phân tích sẽ cho điểm cụ thể cho từng tiêu chí và tính được tổng số điểm của chỉ tiêu môi trường ngành:

Tổng điểm chỉ tiêu môi trường ngành = $\sum(\text{điểm tiêu chí}_i \times \text{hệ số của tiêu chí}_i)$

3.5.3.3. Mẫu bảng điểm đánh giá chỉ tiêu về điều kiện kinh doanh của doanh nghiệp

Bảng 3.6: Mẫu bảng điểm đánh giá điều kiện kinh doanh

Mức hạng	Điểm từng phần	Chu kỳ đời sống của sản phẩm	Chất lượng sản phẩm	Địa điểm và địa bàn hoạt động	Quy mô hoạt động	Thị phần	Trình độ công nghệ	Chiến lược đầu tư cho R&D	Tổng điểm từng mức hạng
AAA	10	Cực kỳ tốt	Cực kỳ hoàn hảo	Cực kỳ thuận lợi	Vị thế cực kỳ tốt	Lớn nhất ngành	Cực kỳ hiện đại	Cực kỳ triển vọng	10z
AA	9	Rất tốt	Rất hoàn hảo	Rất thuận lợi	Vị thế rất tốt	Lớn nhì ngành	Rất hiện đại	Rất có triển vọng	9z
A	8	Tốt	Hoàn hảo	Khá thuận lợi	Vị thế tốt	Lớn thứ ba trong ngành	Hiện đại	Rất phù hợp	8z
BBB	7	Khá tốt	Nhận được ISO 9001/9002	Tương đối thuận lợi	Vị thế khá tốt	Khá lớn	Khá hiện đại	Phù hợp	7z
BB	6	Trung bình	Sắp nhận được ISO 9001/9002	Trung bình	Vị thế tương đối tốt	Tương đối	Trung bình, có điều kiện và định hướng để cải tiến	Khá phù hợp	6z
B	5	Gần đạt trung bình	Đang tích cực hoàn thiện sản phẩm	Gần đạt trung bình	Trung bình	Trung bình	Gần đạt trung bình, có định hướng cải tiến	Tương đối phù hợp nhưng hiệu quả chưa cao	5z
CCC	4	Có triển vọng rất ít	Có điều kiện để hoàn thiện sản phẩm	Tương đối bất lợi	Vị thế dưới trung bình	Dưới Trung bình	Tương đối lạc hậu	Ít phù hợp	4z
CC	3	Khá xấu	Có rất ít điều kiện để hoàn thiện SP	Khá bất lợi	Khá xấu	Khá nhỏ	Khá lạc hậu	Không phù hợp	3z
C	2	Xấu	Hầu như không có điều kiện để hoàn thiện SP	Bất lợi	Xấu	Nhỏ	Lạc hậu	Rất không phù hợp	2z
D	1	Rất xấu	Chưa có nhận thức về ISO	Rất bất lợi	Rất xấu	Rất nhỏ	Rất lạc hậu	Gây tác dụng ngược	z
Tổng hệ số (z)		z1	z2	z3	z4	z5	z6	z7	

Trong đó:

z : Tổng hệ số = $z_1 + z_2 + z_3 + z_4 + z_5 + z_6 + z_7$ với ($z_1, z_2, z_3, z_4, z_5, z_6, z_7$: các trọng số của các chỉ tiêu)

Căn cứ vào tình hình thực tế của điều kiện kinh doanh của doanh nghiệp, các chuyên viên phân tích sẽ cho điểm cụ thể cho từng tiêu chí và tính được tổng số điểm của chỉ tiêu điều kiện kinh doanh: Tổng điểm chỉ tiêu điều kiện kinh doanh = \sum (điểm tiêu chí i x hệ số của tiêu chí i)

3.5.3.4. Mẫu bảng điểm đánh giá chỉ tiêu về chất lượng quản lý

Bảng 3.7: Mẫu bảng điểm đánh giá chỉ tiêu về chất lượng quản lý

Mức hạng	Điểm từng phần	Cơ cấu tổ chức	Loại hình doanh nghiệp	Ban quản lý	Chính sách nhân sự	Chiến lược kinh doanh	Văn hóa doanh nghiệp	Tổng điểm từng mức hạng
AAA	10	Tối ưu	Tối ưu	Hoàn toàn phù hợp	Tối ưu	Tối ưu	Rất tích cực, vững mạnh và mang tính truyền thống	10w
AA	9	Hiệu quả rất cao	Hiệu quả rất cao	Đầy triển vọng	Hiệu quả rất cao	Hiệu quả rất cao	Rất tích cực, đang tiến tới sự vững mạnh	9w
A	8	Hiệu quả cao	Hiệu quả cao	Tốt	Hiệu quả cao	Hiệu quả cao	Tích cực	8w
BBB	7	Hiệu quả khá tốt	Khá phù hợp	Rất khá	Hiệu quả khá tốt	Hiệu quả khá tốt	Khá tốt	7w
BB	6	Tương đối tốt	Tương đối phù hợp nhưng hiệu quả chưa cao	Khá	Tương đối tốt	Tương đối tốt	Đang phát triển	6w
B	5	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Đang hình thành từng bước và đã có kết quả ban đầu	5w
CCC	4	Gần đạt trung bình	Chưa phù hợp	Gần đạt trung bình	Gần đạt trung bình	Gần đạt trung bình	Xây dựng chưa thành công	4w

CC	3	Yếu	Không phù hợp	Yếu	Yếu	Yếu	Chưa có ý thức về tầm quan trọng của nền văn hóa, bản sắc công ty	3w
C	2	Kém	Rất không phù hợp	Kém	Kém	Kém	Tiêu cực	2w
D	1	Rất kém	Gây tác dụng ngược	Rất kém	Rất kém	Gây tác dụng ngược	Rất tiêu cực	w
Tổng hệ số (w)	w1	w2	w3	w4	w5	w6		

Trong đó:

w: Tổng hệ số = w1 + w2 + w3 + w4 + w5 + w6 với (w1, w2, w3, w4, w5, w6: các trọng số của các chỉ tiêu)

Căn cứ vào tình hình thực tế của chất lượng quản lý của doanh nghiệp, các chuyên viên phân tích sẽ cho điểm cụ thể cho từng tiêu chí và tính được tổng số điểm của chỉ tiêu chất lượng quản lý : Tổng điểm chỉ tiêu chất lượng quản lý = \sum (điểm tiêu chí i x hệ số của tiêu chí i)

3.5.3.5. Mẫu bảng điểm đánh giá chỉ tiêu tài chính

Ta cần có bảng giá trị chuẩn các chỉ tiêu tài chính của ngành: Đối với các nước khác thì nhà phân tích có thể lấy các số liệu này từ Cục Thống kê của nước mình. Riêng đối với Việt Nam, do công tác thống kê còn chưa tốt nên các số liệu này sẽ không thể có sẵn, so vậy nhà phân tích phải tự tính toán thông qua các công ty cùng ngành đang niêm yết trên thị trường chứng khoán hoặc một số công ty cùng ngành khác mà CRA được biết và có số liệu.

Bảng 3.8: Mức hạng và giá trị chuẩn các chỉ tiêu tài chính của ngành

Chỉ tiêu	Mức hạng và giá trị chuẩn các chỉ tiêu tài chính của ngành									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
1	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10
2	b1	b2	b3	b4	b5	b6	b7	b8	b9	b10
3	c1	c2	c3	c4	c5	c6	c7	c8	c9	c10
4	d1	d2	d3	d4	d5	d6	d7	d8	d9	d10
5	e1	e2	e3	e4	e5	e6	e7	e8	e9	e10
6	f1	f2	f3	f4	f5	f6	f7	f8	f9	f10
7	g1	g2	g3	g4	g5	g6	g7	g8	g9	g10
8	h1	h2	h3	h4	h5	h6	h7	h8	h9	h10
9	i1	i2	i3	i4	i5	i6	i7	i8	i9	i10
10	k1	k2	k3	k4	k5	k6	k7	k8	k9	k10
11	l1	l2	l3	l4	l5	l6	l7	l8	l9	l10

12	m1	m2	m3	m4	m5	m6	m7	m8	m9	m10
13	n1	n2	n3	n4	n5	n6	n7	n8	n9	n10
14	o1	o2	o3	o4	o5	o6	o7	o8	o9	o10
15	p1	p2	p3	p4	p5	p6	p7	p8	p9	p10
16	q1	q2	q3	q4	q5	q6	q7	q8	q9	q10
17	r1	r2	r3	r4	r5	r6	r7	r8	r9	r10

Trong đó: a1, a2,..., b1, b2 ... là giá trị chuẩn của từng mức hạng

Bảng 3.9: Mức hạng và điểm chuẩn của từng chỉ tiêu

Chỉ tiêu	Hệ số	Mức hạng và điểm chuẩn									
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
1	u1	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
2	u2	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
3	u3	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
4	u4	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
5	u5	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
6	u6	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
7	u7	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
8	u8	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
9	u9	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
10	u10	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
11	u11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
12	u12	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
13	u13	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
14	u14	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
15	u15	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
16	u16	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
17	u17	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
Tổng điểm	u	10u	9u	8u	7u	6u	5u	4u	3u	2u	u

Trong đó: $u = u_1 + u_2 + u_3 + u_4 + u_5 + u_5 + u_6 + u_7 + u_8 + \dots + u_{17}$

Hạng BBB là mức trung bình ngành

Dựa vào báo cáo tài chính có kiểm toán của doanh nghiệp, các chuyên viên phân tích sẽ tính toán được các chỉ số tài chính của doanh nghiệp đó. Căn cứ vào bảng mức hạng và giá trị chuẩn các chỉ tiêu tài chính của ngành, bảng mức hạng và điểm chuẩn của ngành chuyên viên phân tích sẽ xếp hạng và cho điểm từng chỉ tiêu.

Tổng điểm chỉ tiêu tình hình tài chính = $\sum (\text{điểm tiêu chí}_i \times \text{hệ số của tiêu chí}_i)$

3.5.3.6. Mẫu bảng tổng kết xếp hạng các chỉ tiêu môi trường vĩ mô, môi trường ngành, điều kiện kinh doanh, chất lượng quản lý và tình hình tài chính.

Bảng 3.10: Bảng điểm chuẩn tổng kết xếp hạng của ngành

Mức hạng	Chỉ tiêu					Tổng điểm để xếp hạng
	Môi trường vĩ mô	Môi trường ngành	Điều kiện kinh doanh	Chất lượng quản lý	Tình hình tài chính	
AAA	10x	10y	10z	10w	10u	10xv1 + 10yv2 + 10zv3+ 10wv4+ 10uv5
AA	9x	9y	9z	9w	9u	9xv1 + 9yv2 + 9zv3+ 9wv4+ 9uv6
A	8x	8y	8z	8w	8u	8xv1 + 8yv2 + 8zv3+ 8wv4+ 8uv7
BBB	7x	7y	7z	7w	7u	7xv1 + 7yv2 + 7zv3+ 7wv4+ 7uv8
BB	6x	6y	6z	6w	6u	6xv1 + 6yv2 + 6zv3+ 6wv4+ 6uv9
B	5x	5y	5z	5w	5u	5xv1 + 5yv2 + 5zv3+ 5wv4+ 5uv5
CCC	4x	4y	4z	4w	4u	4xv1 + 4yv2 + 4zv3+ 4wv4+ 4uv11
CC	3x	3y	3z	3w	3u	3xv1 + 3yv2 + 3zv3+ 3wv4+ 3uv12
C	2x	2y	2z	2w	2u	2xv1 + 2yv2 + 2zv3+ 2wv4+ 2uv13
D	x	y	z	w	u	xv1 + yv2 + zv3+ wv4+ uv14
Hệ số	v1	v2	v3	v4	v5	

Căn cứ vào tổng điểm của từng chỉ tiêu đã tính toán được ở các phần trên, các chuyên viên phân tích sẽ nhân điểm của từng chỉ tiêu với hệ số tương ứng của các chỉ tiêu đó để có được tổng điểm xếp hạng.

Căn cứ vào bảng điểm chuẩn tổng kết xếp hạng của ngành, nhóm phân tích và Hội đồng xếp hạng sẽ đưa ra được kết quả xếp hạng cuối cùng.

3.6. Các giải pháp hỗ trợ cho sự phát triển của CRA tại Việt Nam

3.6.1. Phát triển thị trường trái phiếu nhằm tạo thị trường cho hoạt động của CRA

Qua những phân tích ở các phần trên, chúng ta có thể thấy rằng hoạt động chính của CRA là định mức tín nhiệm trái phiếu và các chứng khoán nợ khác. Để CRA có thể tồn tại khả thi thì điều kiện bắt buộc là phải phát triển thị trường nợ hay cụ thể hơn là thị trường trái phiếu.

Việc trái phiếu của Tập đoàn Điện lực (EVN) nhận được giải thưởng trái phiếu Công ty tốt nhất khu vực Châu Á năm 2006 do tạp chí AsiaMoney trao tặng đã mở ra hướng đi mới cho các doanh nghiệp trong nước có thể huy động vốn của nhà đầu tư trong nước và quốc tế.

Tuy nhiên, để thị trường trái phiếu thật sự phát triển, bên cạnh việc mở rộng quy mô thì yêu cầu bắt buộc là phải tăng tính thanh khoản cho thị trường này. Thứ nhất, trái phiếu phát hành phải đảm bảo các chuẩn mực và doanh nghiệp phát hành phải công bố thông tin minh bạch và cởi mở. Hiện nay, giao dịch trên thị trường trái phiếu thiếu các chuẩn mực chung. Chính vì vậy, mỗi đối tác tham gia thị trường thường đến với nhau bằng các hợp đồng có yêu cầu khác nhau, nên việc đạt được thỏa thuận chung là rất mất thời gian. Ngoài ra, khuôn khổ pháp lý cho giao dịch vẫn còn thiếu, gây khó khăn trong việc xử lý tranh chấp. Việc UBCKNN định hướng TTGDCK Hà Nội sẽ thành lập một thị trường trái phiếu chuyên biệt, đồng thời Diễn đàn thị trường trái phiếu đã được thành lập sẽ giúp xây dựng và chuẩn hóa các phương thức cũng như điều kiện giao dịch chung. Thứ hai, cần phải cải tiến nghiệp vụ repo - nghiệp vụ mua bán lại chứng khoán trong một thời gian xác định, là một nghiệp vụ phổ biến trên thị trường trái phiếu khi những người sở hữu trái phiếu cần vốn trong thời gian ngắn. Trong đó, cần xem xét lại cách tính phí repo vì đây là nghiệp vụ khác hẳn mua đứt bán đoạn nên việc tính phí không thể giống như với mua bán thông thường. Việc tính phí như hiện nay khiến các giao dịch repo dưới 1 tháng không thực hiện được do chi phí bị đội lên cao. Đồng thời, cần xây dựng lại một hợp đồng khung cho loại hình giao dịch repo này. Thứ ba, cần cải tiến các quy định về thủ tục giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp. Bên cạnh đó, Bộ Tài Chính, NHNN, UBCKNN và các cơ quan có liên quan cần tạo ra một định chuẩn về lãi suất trái phiếu trên thị trường vì hiện nay lãi suất trái phiếu chưa thật sự trở thành chuẩn mực để các tổ chức tài chính - tín dụng tham chiếu trong hoạt động kinh doanh tiền tệ.

Ngoài ra, cần ban hành các tiêu chí cụ thể hơn để xác định năng lực của tổ chức phát hành trong các văn bản pháp luật, điều này đã giúp các nhà phát hành và cơ quan phê duyệt tốn mất ít thời gian hơn trong việc đàm phán và vì thế và khuyến khích các nhà phát hành tiềm năng huy động vốn qua kênh phát hành trái phiếu.

Đồng thời, quy chế công bố thông tin về các trái phiếu đang niêm yết cần được yêu cầu rõ ràng thông qua cáo bạch phát hành trái phiếu và đăng tải rõ ràng, đầy đủ hơn tương tự như các cổ phiếu. Việc công bố thông tin không đầy đủ, độ tin cậy thấp, không có bản cáo bạch... là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư tiềm năng không mặn mà đầu tư vào trái phiếu trong tình hình hiện nay.

Và cuối cùng, để đảm bảo cho sự thành công của các đợt phát hành, các tổ chức phát hành cần có sự tham gia tư vấn của các tổ chức tài chính lớn như các ngân hàng nước ngoài, các công ty chứng khoán ... và sự tham gia của các tổ chức bảo lãnh phát hành.

3.6.2. Xây dựng, đào tạo nguồn nhân lực

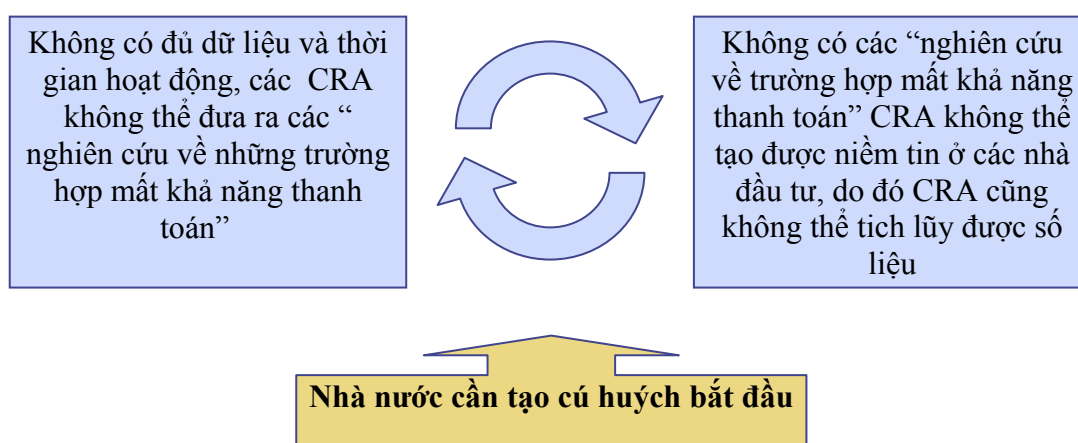
Trong điều kiện hiện nay, con người là vấn đề quan trọng hàng đầu đặc biệt là đối với hoạt động của một CRA. CRA phải có một đội ngũ chuyên gia thực sự giỏi, cùng với việc xây dựng một quy trình đánh giá khoa học, khách quan, chính xác và phù hợp với điều kiện nền kinh tế Việt Nam. Kết quả xếp hạng phải được thực hiện bởi một đội ngũ chuyên gia về các lĩnh vực tài chính và phi tài chính, từ việc thu thập thông tin đầy đủ, chính xác đến việc kiểm tra, thẩm định và tiến hành đánh giá theo tiêu chuẩn quốc tế. Nhân viên phân tích phải có kinh nghiệm, trình độ, giỏi toán, có khả năng thu thập, phân tích và xử lý thông tin, có khả năng trình bày và viết báo cáo. Trong giai đoạn đầu, việc hợp tác đào tạo hoặc kỹ thuật với các CRA trong khu vực và thế giới sẽ giúp đào tạo kỹ năng thích hợp cho đội ngũ chuyên gia phân tích chính

3.6.3. Xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý và các quy định hướng dẫn cho hoạt động của CRA

Trong thời gian qua, hành lang pháp lý dành cho lĩnh vực tài chính đang được chú trọng thiết lập và hoàn thiện, đáng chú ý nhất là việc ban hành và có hiệu lực của Luật Chứng khoán từ ngày 1/1/2007. Đó cũng là một trong những vấn đề nằm trong lộ trình bắt buộc khi chúng ta gia nhập tổ chức Thương mại thế giới (WTO) đồng thời cũng là động lực thúc đẩy sự phát triển ngày càng vững mạnh và hoàn thiện của thị trường tài chính Việt Nam. Trong xu hướng chung đó cùng với sự cần thiết phải thành lập CRA tại Việt Nam, việc xây dựng và ban hành khung pháp lý bao gồm các nghị định và thông tư hướng dẫn về hoạt động của CRA tại Việt Nam là vô cùng cấp bách. Và cần phải nhấn mạnh rằng: Không thể thành lập CRA nếu không có sự “khuyến khích của Nhà nước”. Đây cũng là một trong những nguyên nhân tại sao các CRA đã được thành lập ở nước ta hoạt động không hiệu quả.

Sơ đồ 3.4: “ Câu chuyện con gà và quả trứng về CRA ở các thị trường mới nổi”

Ở những thị trường mới nổi câu chuyện “con gà và quả trứng” thường cản trở sự thành lập CRA



3.6.3.1. Những nguyên tắc cơ bản cần chú ý khi xây dựng khung pháp lý cho việc hình thành và hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam

Việc xây dựng khung pháp lý có khả năng thực thi cao đối với hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm nhất thiết phải dựa trên quan điểm, nguyên tắc chủ đạo sau:

- i. Nhà nước giữ vai trò quyết định trong việc quản lý vận hành và thanh tra, giám sát đối với hoạt động định mức tín nhiệm.
- ii. Hoạt động định mức tín nhiệm phải được quản lý tập trung thống nhất vào một cơ quan nhà nước là Ủy ban Chứng khoán nhà nước.
- iii. Xây dựng khung pháp lý phải đảm bảo được tính hiệu quả, quản lý tập trung thống nhất, đảm bảo cho thị trường phát triển lành mạnh, an toàn nhưng đồng thời phải tạo điều kiện để phát huy tính độc lập trong việc định mức tín nhiệm của các CRA, bảo đảm quyền lợi của nhà đầu tư và các tổ chức phát hành.
- iv. Hệ thống các văn bản điều chỉnh hoạt động định mức tín nhiệm phải đáp ứng được tính linh hoạt, năng động của thị trường chứng khoán và phải thống nhất, đồng bộ, phù hợp với hệ thống văn bản pháp luật khác về kinh tế, tài chính, chứng khoán đang và dự kiến ban hành.
- v. Khung pháp lý về tổ chức và hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam phải có những điều khoản thuận lợi để các doanh nghiệp, các tổ chức phát hành thấy được những ưu điểm, tác dụng khi sử dụng dịch vụ định mức tín nhiệm.
- vi. Vận dụng những kinh nghiệm về lý thuyết và thực tiễn của thế giới một cách linh hoạt và thích hợp vào điều kiện kinh tế - chính trị - xã hội cụ thể của Việt Nam.

3.6.3.2. Các nội dung quan trọng cần xem xét trong các quy định về tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam

- i. Điều kiện về nhân sự và vốn pháp định

Hoạt động kinh doanh dịch vụ định mức tín nhiệm là hoạt động kinh doanh không bị pháp luật cấm trong Luật Doanh nghiệp được ban hành và có hiệu lực từ ngày 1/7/2006. Tuy nhiên, do tính chất của hoạt động này là hết sức nhạy cảm, có tác động lớn đến thị trường tài chính, có yêu cầu về trình độ chuyên môn cao, uy tín và an toàn vốn nên cần thiết phải được xem là ngành nghề kinh doanh có điều kiện về trình độ, chứng chỉ hành nghề của nhân sự và có vốn pháp định. Có thể tham khảo các điều kiện vốn và nhân sự của các công ty chứng khoán hiện nay và các quy định tương tự của các nước trong khu vực có nhiều đặc điểm tương đồng để đưa ra các điều kiện cụ thể phù hợp với đặc thù của loại hình hoạt động định mức tín nhiệm tại Việt Nam.

Bảng 3.11: Tham khảo về điều kiện cấp phép hoạt động của CRA tại Hàn Quốc

Quy mô vốn	Vốn tối thiểu phải là 5 tỷ KRW (tương đương 90 tỷ đồng Việt Nam)
Nguồn nhân lực	Có trên 30 chuyên gia định mức tín nhiệm làm việc thường xuyên trong đó phải có 5 người có chứng chỉ kiểm toán viên công chứng (CPA) và 5 chuyên gia có trên 3 năm kinh nghiệm phân tích CK.
Trang thiết bị, máy móc	Các thiết bị điện tử và Hệ thống Quản lý Dữ liệu phải theo yêu cầu của FSC
Hạn chế với cổ đông	Các định chế tài chính và các ngân hàng quy mô lớn không được phép chiếm hơn 10% vốn đầu tư và không được là cổ đông lớn nhất của công ty định mức tín nhiệm
Trình độ nghiệp vụ	Yêu cầu phải có kiến thức chuyên sâu về dịch vụ định mức tín nhiệm
Kế hoạch kinh doanh	Yêu cầu phải có kế hoạch kinh doanh hoàn chỉnh và hợp lý

ii. Điều kiện về loại hình Công ty và cơ cấu sở hữu

Theo đề xuất trong phân tích ở mục 1 của chương này.

iii. Phạm vi hoạt động và đối tượng xếp hạng

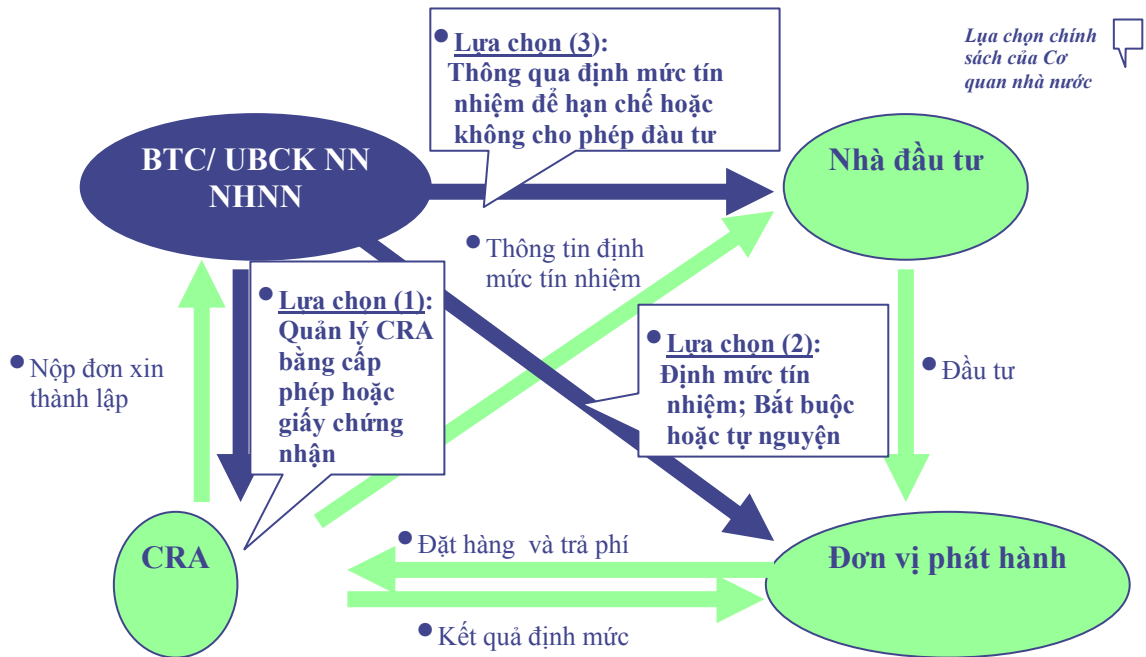
Theo đề xuất trong phân tích ở mục 4 của chương này.

iv. Những nguyên tắc và yêu cầu cơ bản trong hoạt động của các CRA

Theo phân tích trong mục 2 của chương này.

v. Mối quan hệ của CRA đối với các chủ thể có liên quan trong việc tổ chức và hoạt động của CRA và việc lựa chọn chính sách quản lý thích hợp của Cơ quan quản lý Nhà nước đối với hoạt động định mức tín nhiệm tại Việt Nam

Sơ đồ 3.5: *Mối quan hệ của CRA đối với các chủ thể có liên quan trong việc tổ chức và hoạt động của CRA*



Khuyến nghị đối với Việt Nam:

Lựa chọn 1: Lựa chọn hình thức cấp phép

Bảng 3.12: *chính sách về việc lựa chọn hình thức cấp phép hay giấy chứng nhận*

Lựa chọn chính sách	Mô tả	Khuyến nghị với VN	Trường hợp
Giấy phép	CRA không thể hoạt động không phép	Cấp phép dựa trên các tiêu chuẩn rõ ràng và khách quan	Hàn Quốc, Trung Quốc
Giấy chứng nhận	Bất cứ CRA nào cũng có thể hoạt động mà không cần giấy phép. Nhưng chỉ những CRA được Chính phủ chứng nhận mới được đăng ký xếp hạng trái phiếu hoặc các mục đích khác do chính phủ quyết định		Mỹ Nhật bản, Malaysia, Philippines

Lựa chọn 2: Lựa chọn chính sách định mức tín nhiệm bắt buộc

Bảng 3.13: chính sách định mức tín nhiệm bắt buộc hoặc tự nguyện

Lựa chọn chính sách	Mô tả chính sách	Khuyến nghị với VN	Trường hợp
Định mức tín nhiệm bắt buộc	Tất cả các trái phiếu (bao gồm cả trái phiếu chào bán riêng lẻ) cũng phải được ít nhất một đơn vị định mức tín nhiệm xếp hạng Đơn vị phát hành có thể quyết định có thuê dịch vụ định mức tín nhiệm hay không. (Trong thực tế, nhà đầu tư thường phải định mức tín nhiệm ít nhất một lần cho các lần phát hành)	Định mức tín nhiệm bắt buộc kể cả trái phiếu chào bán riêng lẻ	Hàn Quốc, Malaysia, Trung Quốc, Philippines
Định mức tín nhiệm tự nguyện			Mỹ, Nhật bản

Ngoài quy định về định mức tín nhiệm đối với tất cả các trái phiếu, việc định mức tín nhiệm doanh nghiệp (company rating) là bắt buộc đối với DNNN có qui mô vốn lớn:

- Các DNNN ở đây là các tập đoàn kinh tế nhà nước, các Tổng công ty nhà nước, DNNN qui mô vốn lớn, các DNNN có chuẩn bị cổ phần hóa và bán cổ phiếu trên thị trường chứng khoán.
- Tại sao lại bắt buộc?
 - o Từ trước tới nay quản lý vốn nhà nước tại các doanh nghiệp mang nặng cơ chế quản lý hành chính vì đơn vị chủ quản đều là các Bộ, ngành, UBND tỉnh, việc đánh giá tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp là không được chuyên nghiệp, không chính xác;
 - o Các đơn vị chủ quản đều tiến hành phân loại đánh giá, xếp hạng doanh nghiệp theo qui định hiện hành nhưng cách thức tiến hành và đánh giá quá đơn giản, sơ sài;
 - o Đánh giá xếp hạng doanh nghiệp theo phương pháp và được thực hiện bởi công ty định mức tín nhiệm sẽ mang tính độc lập, chuyên nghiệp – Là cách tham mưu tốt nhất cho các cơ quan nhà nước đang quản lý doanh nghiệp;
 - o Việc đánh giá sẽ giúp các doanh nghiệp cổ phần hoá được tư vấn kiến thức về quản trị tài chính, quản trị rủi ro, hiểu được đầy đủ cách thức xây dựng kiến thức về quản trị doanh nghiệp, làm cơ sở để xây dựng cấu trúc tài chính lành mạnh sau cổ phần hoá.

- Việc đánh giá định mức tín nhiệm sẽ làm cho doanh nghiệp cổ phần hóa gặp thuận lợi vì không phải bỏ những chi phí của công ty cổ phần, mọi chi phí về định mức tín nhiệm do nhà nước chi trả và được tính vào chi phí cổ phần hoá.
- Với tư cách của chủ sở hữu doanh nghiệp, nhà nước hoàn toàn có quyền yêu cầu DNNN thực hiện việc xếp hạng doanh nghiệp bởi định chế tài chính trung gian độc lập và chuyên nghiệp.
- Việc đánh giá xếp hạng các doanh nghiệp này có thể theo chu kỳ 3 năm 1 lần, Chính phủ giao cho Bộ Tài chính lên Danh sách các Doanh nghiệp lớn tiến hành định mức tín nhiệm hàng năm;
- Việc đánh giá các công ty này sẽ giúp các doanh nghiệp cổ phần hoá được tư vấn kiến thức về quản trị tài chính, quản trị rủi ro, hiểu được đầy đủ cách thức xây dựng kiến thức về quản trị doanh nghiệp, làm cơ sở để xây dựng cấu trúc tài chính lành mạnh sau cổ phần hoá.
- Việc đánh giá định mức tín nhiệm sẽ làm cho doanh nghiệp gặp thuận lợi vì không phải bỏ những chi phí của công ty cổ phần, mọi chi phí về định mức tín nhiệm do nhà nước chi trả và được tính vào chi phí cổ phần hoá.

Ngoài ra, các DN đang niêm yết trên TTCK Việt Nam cần được áp dụng bắt buộc định mức tín nhiệm, nhằm tạo ra nguồn hàng có chất lượng cho thị trường, bảo vệ công chúng đầu tư còn non yếu về kiến thức và kinh nghiệm trong đầu tư chứng khoán, đồng thời tạo nguồn thu hợp lý ban đầu cho các CRA.

Và cuối cùng, định mức tín nhiệm cũng là yêu cầu bắt buộc đối với các tổ chức Phát hành giấy tờ có giá (commercial papers) và các ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng. Ngân hàng nhà nước có thể đưa ra chính sách yêu cầu về vốn tối thiểu của các tổ chức tín dụng dựa trên kết quả xếp hạng định mức tín nhiệm.

Quan điểm của Ngân hàng Thế giới là càng mở rộng diện phải định mức tín nhiệm thì càng tốt để tăng cường tính công khai minh bạch của các tổ chức phát hành, tăng cường thông tin cho các nhà đầu tư nhằm bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư.

Tại Việt Nam, các cơ quan quản lý nên cân nhắc thực hiện việc đánh giá tín nhiệm bắt buộc bởi bên cạnh những ưu điểm của chính sách này vẫn còn có những nhược điểm. Đó là, thị trường không còn tự quyết định nữa mà sẽ bị bóp méo, nếu nhà đầu tư chưa tin tưởng cần phải định mức tín nhiệm, chỉ là do sự cưỡng ép của Nhà nước thì lúc đó các tổ chức phát hành, các doanh nghiệp sẽ lựa chọn CRA đòi hỏi chi phí thấp nhất mà lại đưa ra định hạng tốt nhất cho họ. Và như vậy, tác dụng của việc định mức tín nhiệm sẽ không còn nữa.

Lựa chọn 3: Chính sách kiểm soát đầu tư có liên quan đến kết quả định mức tín nhiệm

Bảng 3.14: các quy định đầu tư đối với các tổ chức tài chính liên quan đến tiêu chí kết quả định mức tín nhiệm

Lựa chọn chính sách	Mô tả chính sách	Khuyến nghị với VN	Trường hợp
Quy định đối với ngân hàng	Quy định trong Hiệp Ước New Basel về an toàn vốn của ngân hàng cho phép sử dụng kết quả xếp hạng của các CRA được phép sử dụng để tính toán mức dự phòng và vốn tối thiểu	Sửa đổi quy định	Mỹ, Nhật Bản và các nước khác
Quy định đối với các công ty chứng khoán	Việc xác định yêu cầu về vốn tối thiểu cũng dựa trên kết quả xếp hạng của các công ty định mức tín nhiệm đối với trái phiếu mà các công ty này đầu tư để đa dạng hóa rủi ro	Sửa đổi quy định.	
Quy định đối với các công ty bảo hiểm	Các loại hình đầu tư hoặc/và các quy định khác đối với công ty bảo hiểm cũng phải áp dụng xếp hạng định mức tín nhiệm	Sửa đổi quy định	

vi. Chính sách thuế đối với hoạt động của CRA tại Việt Nam

Cần coi định mức tín nhiệm là ngành nghề được hưởng ưu đãi đầu tư ở khung cao nhất theo Luật Thuế thu nhập hiện hành. Đây cũng là khuyến khích của Chính Phủ để phát triển hoạt động định mức tín nhiệm tương tự như đã áp dụng với các Công ty Chứng khoán trước đây.

3.6.3.3. Hợp tác quốc tế trong việc thành lập tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam

Trong quá trình toàn cầu hóa diễn ra mạnh mẽ như hiện nay, việc hợp tác quốc tế là một trong những điều kiện tiên quyết đối với việc hình thành tổ chức định mức tín nhiệm. Việc hợp tác này có thể dưới hình thức là một tổ chức có cổ phần trong tổ chức định mức tín nhiệm và/hoặc là dưới hình thức hỗ trợ kỹ thuật, đào tạo nhân lực... Đây cũng là một trong những yếu tố xây dựng uy tín, lòng tin cho các CRA. Do vậy, việc chọn lựa đối tác hợp tác ngay ban đầu để xây dựng phương án kinh doanh cho CRA Việt Nam là rất cần thiết, bao gồm các công việc sau:

- Khảo sát thị trường, xác định các loại nhu cầu của nhà đầu tư và doanh nghiệp trong hiện tại và tương lai gần.
- Xác định các loại dịch vụ trước mắt cho CRA khi ra đời hoạt động;

- Xây dựng phương án nhân sự, phương án đào tạo, phương án xây dựng credit database ;
- Xây dựng phương án vốn điều lệ cho CRA;
- Nhà nước hoặc tổ chức quốc tế cần tài trợ cho việc lập phương án kinh doanh ;

3.6.4. Phổ cập kiến thức về vai trò của Định mức tín nhiệm

Tăng cường nhận thức về ý nghĩa và sự cần thiết của định mức tín nhiệm đối với doanh nghiệp và các nhà đầu tư:

- Tổ chức nhiều Diễn đàn, hội thảo về CRA và vai trò của CRA và mời sự tham gia của các tổ chức tài chính trong và ngoài nước, các doanh nghiệp lớn trong nước, các công ty niêm yết ...
- Tăng cường các buổi trao đổi, cập nhật thông tin về CRA trong các chương trình chuyên về kinh tế - tài chính trên các phương tiện thông tin đại chúng.
- Kêu gọi những công ty đại chúng, kinh doanh hiệu quả tiến hành thực hiện các dịch vụ của CRA như đánh giá xếp hạng doanh nghiệp, tư vấn hoặc đánh giá quản trị doanh nghiệp, tuyên truyền ý nghĩa của các dịch vụ này là định mức tín nhiệm để tạo dựng thương hiệu doanh nghiệp....
- Kết quả của định mức tín nhiệm những doanh nghiệp kinh doanh hiệu quả sẽ được quảng bá sâu rộng trên các phương tiện thông tin đại chúng;
- Công việc này cần triển khai sớm, để tạo điều kiện thuận lợi cho CRA ra đời;
- Trong giai đoạn đầu nên có sự tài trợ cho các doanh nghiệp tham gia định mức tín nhiệm để công việc thuận lợi;

Những đề xuất và giải pháp hỗ trợ kèm theo nhằm mục đích cụ thể là xây dựng mô hình CRA hoạt động hiệu quả tại Việt Nam nhưng đồng thời cũng nhằm mục đích lớn hơn là xây dựng một hệ thống tài chính Việt Nam phát triển toàn diện, theo kịp sự phát triển của nền tài chính thế giới và khu vực.

KẾT LUẬN

Qua những nghiên cứu về lý thuyết và thực tiễn của liên quan đến hệ thống tài chính, cơ chế tài trợ vốn, sự bất cân xứng thông tin và các vấn đề liên quan đến công ty định mức tín nhiệm đã cho thấy những vấn đề sau :

Vai trò của CRA đối với hệ thống tài chính của một quốc gia là rất quan trọng và không thể thiếu được, nó góp phần giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin, làm minh bạch và lành mạnh hóa nền tài chính. Trong tiến trình hội nhập nền kinh tế quốc tế, hệ thống tài chính Việt Nam cũng không thể nào thiếu đi chủ thể tài chính quan trọng này. Cùng với những bất cập và hạn chế của các cơ chế tài trợ vốn hiện tại, hơn bao giờ hết Việt Nam cần nhanh chóng thành lập và làm sao tổ chức một CRA hoạt động hiệu quả và đáp ứng các chuẩn mực quốc tế.

Để làm được điều đó, vai trò của Chính phủ là yếu tố rất cần thiết để tạo nền tảng ban đầu đặc biệt là việc ban hành một khung pháp lý hoàn chỉnh và tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động của CRA. Trong đó, việc đưa ra mô hình hoạt động hợp lý (mô hình đề xuất là mô hình công ty cổ phần với cơ cấu cổ đông đa dạng); phạm vi hoạt động; các tiêu chuẩn thành lập như điều kiện về nhân sự, vốn pháp định; yêu cầu bắt buộc định mức tín nhiệm; quy định đối tượng xếp hạng; các mối quan hệ với các chủ thể có liên quan trong hoạt động của CRA như nhà đầu tư, đơn vị phát hành, cơ quan quản lý và cấp phép và các biện pháp quản lý, thanh tra, giám sát nhằm đảm bảo tính tin cậy của CRA là vô cùng cần thiết. Đồng thời, để có thể tồn tại và hoạt động lâu dài, mỗi bản thân CRA phải tự thiết lập cho mình những tiêu chuẩn phù hợp với các chuẩn mực quốc tế. Và cũng cần khẳng định rằng, CRA là một thành phần đã tồn tại lâu dài và thể hiện vai trò của mình trong nền kinh tế - tài chính thế giới, Việt Nam là một nước đi sau nên cần có những nghiên cứu sâu về kinh nghiệm của các nước đi trước, đặc biệt là những nước có nền kinh tế tương đồng như Trung quốc, Hàn quốc, Malaysia ... để có những ứng dụng hợp lý cho mình.

Với kỳ vọng về sự phát triển của đất nước nói chung và hệ thống tài chính Việt Nam nói riêng, chắc chắn rằng CRA sẽ đóng góp một phần không nhỏ vào sự phát triển đó.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bùi Nguyên Hoàn, 1999, “*Toàn cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam, phân tích và lựa chọn đầu tư chứng khoán*”, Nhà xuất bản Tp. HCM.
2. Nguyễn Hải Sản, 1999, “*Đánh giá và xếp hạng doanh nghiệp*”, Nhà xuất bản tài chính.
3. Trần Đắc Sinh, 2002, “*Định mức tín nhiệm tại Việt Nam*”, Nhà xuất bản Tp.HCM.
4. Trần Ngọc Thơ, 2005, “*Tài chính doanh nghiệp hiện đại*”, Khoa Tài Chính Doanh Nghiệp, Trường Đại Học Kinh Tế Tp. HCM.
5. Vũ Thành TỰ Anh, “*Hệ thống tài chính*”, Kho học liệu mở chương trình đào tạo Fulbright, www.fetp.edu.vn.
6. Vũ Thành TỰ Anh, “*Bất cân xứng thông tin trong các thị trường tài chính*”, Kho học liệu mở chương trình đào tạo Fulbright, www.fetp.edu.vn.
7. Huỳnh Thế Du, “*Các tổ chức tài chính phi ngân hàng*”, Kho học liệu mở chương trình đào tạo Fulbright, www.fetp.edu.vn.
8. Nguyễn Minh Kiều/Huỳnh Thế Du,, “*Hệ thống tài chính Việt Nam*”, Kho học liệu mở chương trình đào tạo Fulbright, www.fetp.edu.vn.
9. Sử Đình Thành, “*Hệ thống tài chính*”, chuyên đề môn học Thị trường tài chính, Khoa Cao học Tài Chính Doanh nghiệp trường Đại học Kinh tế Tp.HCM.
10. Sử Đình Thành, “*Cơ cấu tài chính và xu hướng tài trợ*”, chuyên đề môn học Thị trường tài chính, Khoa Cao học Tài Chính Doanh nghiệp trường Đại học Kinh tế Tp.HCM.
11. Nguyễn Hoàng Hải, 2005, “*Lựa chọn mô hình CRA cho Việt Nam - khuyến nghị các giải pháp để tạo lập thị trường cho CRA ra đời và hoạt động*”.
12. Phan Thế Hải, 2006, “*Hình thành và phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam*”, tài liệu Hội thảo Huy động vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường tài chính.
13. Bradley C.Lalonde, 2005, bài tham luận Hội thảo “*Xây dựng giải pháp thành lập Công ty định mức tín nhiệm ở Việt Nam*”, www.vafi.org.vn.
14. Suresh Menon, 2005, “*Thành lập và hoạt động của một công ty định mức tín nhiệm tại một thị trường mới nổi*”, www.vafi.org.vn.
15. Đào Lê Minh, 2006, “*Hình thành và phát triển các tổ chức ĐMTN ở Việt Nam - Một số mô hình lựa chọn và các nghiệp vụ cần triển khai trong giai đoạn đầu*”, tài liệu Hội thảo Huy động vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường tài chính.
16. Jacco Minnaar, 2005, “*IFC và công ty định mức tín nhiệm*”, www.vafi.org.vn.

17. Nguyễn Minh Ngọc, 2005, bài dịch “Định mức tín nhiệm các công ty trong ngành viễn thông”, www.vafi.org.vn.
18. Moody’s Investors Service, 2005, “Giới thiệu về định mức tín nhiệm doanh nghiệp”, www.vafi.org.vn.
19. Moody’s Investors Service, 2002, “Understanding Moody’s Corporate Bond Ratings and Rating Process”.
20. Moody’s Investors Service, 2002, “The Bond Rating Process: A Progress Report”.
21. Moody’s Investors Service, 2002, “The Evolving Meaning of Moody’s Bond Ratings”.
22. The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2003, “Report on the activities of Credit Rating Agencies”.
23. The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2004, “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”.
24. Ferri and Liu, 2001, “How do Global Credit-Rating Agencies Rate firms from Developing Countries?”.
25. Micah S. G., (2005), “Hearing on the Role of Credit Rating Agencies in The Capital Markets”, Feb 8th 2005, New York.
26. Standard & Poor’s, 2006, “Corporate Ratings Criteria”.
27. Chí Tín, “Chữ tín quý hơn vàng”, Đầu tư Chứng khoán số 4+5+6, tháng 1/2006.
28. Hàn Tín, “Hương mở trong định mức tín nhiệm”, Đầu tư Chứng khoán số 25, tháng 6/2006.
29. Trung Tâm Giao Dịch Chứng Khoán Tp. HCM, website: <http://www.vse.org.vn>
30. Ủy Ban Chứng Khoán Nhà Nước, website: <http://www.ssc.gov.vn>
31. Tổ chức Quốc tế các Ủy ban chứng khoán, website: www.iosco.org
32. Công ty Chứng khoán Malaysia, website: www.ram.com.my
33. Công ty Chứng khoán Thái Lan, website: www.tris.co.th
34. Công ty định mức tín nhiệm Standard & Poor’s, website: www.standardandpoors.com
35. Công ty định mức tín nhiệm Moody’s, website: www.moodys.com
36. Các bài viết về định mức tín nhiệm, thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu trên các báo và trang web năm 2005-2006: Thời báo Kinh tế Việt Nam, Đầu tư chứng khoán, www.vnexpress.net, www.vietstock.com.vn, www.vnn.vn ...

PHỤ LỤC 1

TỔNG HỢP TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ GIAI ĐOẠN 2003 - 2010 (Ban hành kèm theo Quyết định số 171/2006/QĐ-TTg ngày 24 tháng 7 năm 2006 của Thủ tướng Chính phủ)

Đơn vị tính: tỷ đồng

T T	Tên dự án	Vốn đầu tư theo Quyết định 182		Dự kiến vốn đầu tư điều chỉnh	
		TMĐT	Sử dụng TPCP	TMĐT	Sử dụng TPCP
	TỔNG MỨC VỐN TPCP	71.640	63.064	150.668	11.000
A	Các dự án theo Nghị quyết số 33/2004/QH11			19.017	16.200
1	Đường tuần tra biên giới			5.241	5.200
2	Đường giao thông đến trung tâm các xã chưa có đường ô tô			6.177	4.000
3	Các công trình thủy lợi miền núi			7.600	7.000
	<i>Các dự án do Trung ương quản lý</i>			2.914	2.444
	<i>Các dự án do địa phương quản lý</i>			4.686	4.556
B	Các dự án cấp bách khác			20.883	11.507
1	Các dự án giao thông			16.735	9.092
	<i>Các dự án do Trung ương quản lý</i>			12.988	6.342
	<i>Các dự án do địa phương quản lý</i>			3.747	2.750
2	Các dự án thủy lợi			3.877	2.330
	<i>Các dự án do Trung ương quản lý</i>			3.460	2.160
	<i>Các dự án do địa phương quản lý</i>			417	170
3	Các dự án di dân tái định cư			271	85
C	Các dự án có trong Quyết định số 182/2003/QĐ-TTg, 286/QĐ-TTg, số 252/QĐ-TTg	71.640	63.064	109.804	76.193
1	Các dự án giao thông	48.898	41.539	79.472	55.743
2	Các dự án thủy lợi	13.942	12.925	18.038	12.450
3	Các dự án di dân tái định cư	8.800	8.600	12.294	8.000
D	Các dự án bổ sung theo đề nghị của các địa phương gửi các cơ quan của Quốc hội			963	494
1	Các dự án giao thông			410	184
2	Các dự án thủy lợi			553	310
E	Dự phòng				5.606

**CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING
AGENCIES**



**A CONSULTATION REPORT OF THE CHAIRMEN'S TASK FORCE
OF THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE
INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS**

OCTOBER 2004

PREAMBLE

The Chairmen's Task Force of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions has published for public consultation this Consultation Report on *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. The public is invited to submit comments on this Consultation Report by November 16, 2004. Instructions regarding the submission of comments are set out below.

In September 2003, the IOSCO Technical Committee issued a Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies (CRAs). These CRA Principles laid out high-level objectives that CRAs, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to protect the integrity and analytical independence of the credit rating process. The Consultation Report follows on the CRA Principles by offering more specific and detailed guidance to CRAs on how the objectives of the CRA Principles can be achieved in practice.

The CRA Code of Conduct Fundamentals are designed to be a set of measures that should be included in some form or fashion in the codes of conduct of individual CRAs. As currently drafted, these measures are not intended to be rigid or formulaic: when incorporating these measures into their own codes of conduct, CRAs will be able to maintain a degree of flexibility to deal with the different legal and market circumstances in which they operate. However, it is envisioned that securities regulators may decide to incorporate the *CRA Code of Conduct Fundamentals* into their own regulatory oversight of CRAs, may decide to oversee compliance of the *CRA Code of Conduct Fundamentals* directly, may decide to provide for an outside arbitration body to enforce the *CRA Code of Conduct Fundamentals*, or may rely on market mechanisms to enforce compliance if an individual CRA's own code of conduct fails to adequately address the provisions outlined by the *CRA Code of Conduct Fundamentals*.

In developing the Consultation Report, the Chairmen's Task Force sought input from the CRA industry, the Basel Committee of Banking Supervisors, and the International Association of Insurance Supervisors. The Consultation Report will be revised and finalized after consideration of all comments received from the public. In seeking public comment, the Chairmen's Task Force is particularly interested in views of how the provisions contained within the *CRA Code of Conduct Fundamentals* advance the goals of investor protection, fairness, efficiency and transparency in securities markets, and the reduction of systemic risk.

In addition to the Consultation Report itself, the Chairmen's Task Force also seeks public comment on two separate issues:

1. Whether it is *advisable* to require CRAs disclose to issuers beforehand changes to their rating methodologies and rating criteria and whether such a requirement would enhance or undermine investor protection. Such a provision might take the form of a revised Provision 3.9:

Because users of credit ratings rely on an existing awareness of CRA practices, procedures and processes, the CRA should fully and publicly disclose modification of these practices, procedures and processes prior to these modifications going into effect. The CRA should carefully consider the various uses of credit ratings before modifying its practices, procedures and processes. [Underlined language added.]

2. How compliance with the *CRA Code of Conduct Fundamentals* should be best enforced, given different legal and market circumstances in different jurisdictions. The current draft recognizes that different jurisdictions

may adopt different mechanisms to help ensure compliance. Proposals within this framework include direct regulatory oversight, an outside arbitration body (such as the International Chamber of Commerce) that would determine whether a CRA is in compliance with the *CRA Code of Conduct Fundamentals*, as well as market mechanisms. The public is invited to opine on which of these approaches (as well as others) are better suited to achieving the objectives of protecting investors, maintaining fair, efficient and transparent markets, and reducing systemic risk.

After the consultation process, the Chairmen’s Task Force will submit a final version of the CRA Code of Conduct Fundamentals to the IOSCO Technical Committee for approval.

How to Submit Comments

Comments may be submitted by one of three methods. To help us process and review your comments more efficiently, please use only one method.

Important: All comments may be made available to the public.

1. E-mail

- Send comments to mail@oicv.iosco.org.
- The subject line of your message must indicate “Public Comment on *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*.”
- If you attach a document, indicate the software used (e.g., WordPerfect, Microsoft WORD, ASCII text, etc.) to create the attachment.
- DO NOT submit attachments as HTML, PDF, GIF, TIFF, PIF, ZIP, or EXE files.

OR

2. Facsimile Transmission

Send by facsimile transmission using the following fax number: 34 (91) 555 93 68.

OR

3. Paper

Send 3 copies of your paper comment letter to:

Philippe Richard
IOSCO Secretary General
Oquendo 12
28006 Madrid
Spain

Your comment letter should indicate prominently that it is a “Public Comment on *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*.”

CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES

INTRODUCTION

Credit rating agencies (CRAs) can play an important role in modern capital markets. CRAs typically opine on the credit risk of issuers of securities and their financial obligations. Given the vast amount of information available to investors today – some of it valuable, some of it not – CRAs can play a useful role in helping investors and others sift through this information, and analyze the credit risks they face when lending to a particular borrower or when purchasing an issuer’s debt and debt-like securities.¹

In September 2003, IOSCO’s Technical Committee published a Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. The Principles were designed to be a useful tool for securities regulators, rating agencies and others wishing to articulate the terms and conditions under which CRAs operate and the manner in which opinions of CRAs should be used by market participants. Because CRAs are regulated and operate differently in different jurisdictions, the Principles laid out high-level objectives that rating agencies, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to improve investor protection and the fairness, efficiency and transparency of securities markets and reduce systemic risk. The Principles were designed to apply to all types of CRAs operating in various jurisdictions. However, to take into account different market, legal and regulatory circumstances, the manner in which the Principles were to be implemented was left open. The Principles contemplated that a variety of mechanisms could be used, including both market mechanisms and regulation.

Along with the Principles, IOSCO’s Technical Committee also published a Report on the Activities of Credit Rating Agencies that outlined the activities of CRAs, the types of regulatory issues that arise relating to these activities, and how the Principles address these issues. The CRA Report highlighted the growing and sometimes controversial importance placed on CRA assessments and opinions, and found that, in some cases, CRAs activity is not always well understood by investors and issuers alike. Given this lack of understanding, and because CRAs typically are subject to little formal regulation or oversight in most jurisdictions, concerns have been raised regarding the manner in which CRAs protect the integrity of the rating process, ensure that investors and issuers are treated fairly, and safeguard confidential material information provided them by issuers.

Following publication of the CRA Principles, some commenters, including a number of CRAs, suggested that it would be useful if IOSCO were to develop a more specific and detailed code of conduct giving guidance on how the Principles could be implemented in practice. The following Code of Conduct Fundamentals for Credit

¹ CRAs typically provide credit ratings for different types of debts and financial obligations — including, for example, private loans, publicly and privately traded debt securities, preferred shares and other securities that offer a fixed or variable rate of return. For simplicity’s sake, the term “debt and debt-like securities” is used herein to refer to debt securities, preferred shares, and other financial obligations of this sort that CRAs rate.

Rating Agencies is the fruition of this exercise. As with the Principles, with which it should be used, the CRA Code Fundamentals were developed out of discussions among IOSCO members, CRAs, representatives of the Basel Committee on Banking Supervision, the International Association of Insurance Supervisors, issuers, and the public at large. The CRA Code Fundamentals offer a set of robust, practical measures that serve as a guide to and a framework for implementing the Principles' objectives. These measures are the fundamentals which should be included in individual CRA codes of conduct, and the elements contained in the CRA Code Fundamentals should receive the full support of CRA management and be backed by thorough compliance and enforcement mechanisms. However, the measures set forth in the CRA Code Fundamentals are not intended to be all-inclusive: CRAs and regulators should consider whether or not additional measures may be necessary to properly implement the Principles in a specific jurisdiction, and the Technical Committee may revisit the CRA Code Fundamentals in the future should experience dictate that modifications are necessary. Further, the CRA Code Fundamentals are not designed to be rigid or formulaistic. They are designed to offer CRAs a degree of flexibility in how these measures are incorporated into the individual codes of conduct of the CRAs themselves, according to each CRA's specific legal and market circumstances. However, in developing their own codes of conduct, CRAs should keep in mind that securities regulators may decide to incorporate the CRA Code Fundamentals into their own regulatory oversight, may decide to supervise compliance with the CRA Code Fundamentals, and/or may decide to provide for an outside arbitration body to enforce the CRA Code Fundamentals. Jurisdictions may also rely on market mechanisms to enforce compliance with the CRA Code Fundamentals, as the market may judge a CRA adversely if its own code of conduct fails to address the provisions contained in the CRA Code Fundamentals.

Finally, the CRA Code Fundamentals address measures that CRAs should adopt to help ensure that the CRA Principles are properly implemented. The CRA Code Fundamentals do not address the equally important obligations issuers have of cooperating with and providing accurate and complete information to the marketplace and the CRAs they solicit to provide ratings. While aspects of the CRA Code Fundamentals deal with a CRA's duties to issuers, the essential purpose of the CRA Code Fundamentals is to promote investor protection by safeguarding the integrity of the rating process. IOSCO members recognize that credit ratings, despite their numerous other uses, exist primarily to help investors assess the credit risks they face when making certain kinds of investments. Maintaining the independence of CRAs vis-à-vis the issuers they rate is vital to achieving this goal. Provisions of the CRA Code Fundamentals dealing with CRA obligations to issuers are designed to improve the quality of credit ratings and their usefulness to investors. These provisions should not be interpreted in ways that undermine the independence of CRAs or their ability to issue timely ratings opinions.

Like the IOSCO CRA Principles, the objectives of which are reflected herein, the CRA Code Fundamentals are also intended to be useful to all types of CRAs relying on a variety of different business models. The CRA Code Fundamentals do not indicate a preference for one business model over another, nor are the measures described therein designed to be used only by CRAs with large staffs and compliance functions. Accordingly, the types of mechanisms and procedures CRAs adopt to

ensure that the provisions of the CRA Code Fundamentals are followed will vary according to the market and legal circumstances in which the CRA operates.

Structurally, the CRA Code Fundamentals are broken into three sections and draw upon the organization and substance of the Principles themselves:

- ◆ The Quality and Integrity of the Rating Process;
- ◆ CRA Independence and the Avoidance of Conflicts of Interest; and,
- ◆ CRA Responsibilities to the Investing Public and Issuers.

TERMS

The CRA Code Fundamentals are designed to apply to any CRA and any person employed by a CRA in either a full-time or part-time capacity. A CRA employee who is primarily employed as a credit analyst is referred to as an “analyst.”

For the purposes of the CRA Code Fundamentals, the terms “CRA” and “credit rating agency” refer to:

- ◆ Those entities whose primary business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers or debt and debt-like securities; or
- ◆ Any organization whose ratings are recognized for regulatory purposes by a financial regulatory authority.

For the purposes of the CRA Code Fundamentals, a “credit rating” is an opinion forecasting the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system. As described in the CRA Report, credit ratings are not recommendations to purchase or sell any security.

THE IOSCO CODE OF CONDUCT REGARDING THE ACTIVITIES OF CREDIT RATING AGENCIES

As described in the IOSCO CRA Principles, CRAs should endeavor to issue opinions that help reduce the asymmetry of information that exists between borrowers and debt and debt-like securities issuers, on one side, and lenders and the purchasers of debt and debt-like securities on the other. Rating analyses of low quality or produced through a process of questionable integrity are of little use to market participants. Stale ratings that fail to reflect changes to an issuer’s financial condition or prospects may mislead market participants. Likewise, conflicts of interest or other undue factors – internal and external – that might, or even appear to, impinge upon the independence of a rating decision can seriously undermine a CRA’s credibility. Where conflicts of interest or a lack of independence is common at a CRA and hidden from investors, overall investor confidence in the transparency and integrity of a market can be harmed. CRAs also have responsibilities to the investing public and to

issuers themselves, including a responsibility to protect the confidentiality of some types of information issuers share with them.

To help achieve the objectives outlined in the CRA Principles, which should be read in conjunction with the CRA Code Fundamentals, CRAs should adopt, publish and adhere to a Code of Conduct containing the following measures:

1. QUALITY AND INTEGRITY OF THE RATING PROCESS

A. Quality of the Rating Process

- 1.1 The CRA should adopt, implement and enforce written procedures and methodologies to ensure that the opinions it disseminates are based on a thorough analysis of all relevant information available to the CRA.*
- 1.2 The CRA should use rating methodologies that are rigorous, systematic, and, where possible, result in ratings that can be subjected to some form of objective validation based on historical experience.*
- 1.3 In assessing an issuer's creditworthiness, analysts involved in the preparation or review of any rating action should use methodologies established by the CRA.*
- 1.4 Credit ratings should be assigned by the CRA and not by any individual analyst employed by the CRA; ratings should reflect all public and non-public information known, and believed to be relevant, to the CRA; and the CRA should use people who, individually or collectively have appropriate knowledge and experience in developing a rating opinion for the type of credit being applied.*
- 1.5 The CRA should maintain internal records to support its credit opinions for a reasonable period of time or in accordance with applicable law.*
- 1.6 The CRA and its analysts should take steps to avoid issuing any credit analyses or reports that contain misrepresentations or are otherwise misleading as to the general creditworthiness of an issuer or obligation.*
- 1.7 The CRA should ensure that it has and devotes sufficient resources to carry out high-quality credit assessments of all obligations and issuers it rates. When deciding whether to rate or continue rating an obligation or issuer, it should assess whether it is able to devote sufficient personnel with sufficient skill sets to make a proper rating assessment, and whether its personnel likely will have access to sufficient information needed in order make such an assessment.*
- 1.8 The CRA should structure its rating teams to promote continuity and avoid bias in the rating process.*

B. Monitoring and Updating

- 1.9 *Except for “point in time” ratings that clearly indicate they do not entail ongoing surveillance, once a rating is published, the CRA should monitor on an ongoing basis and update the rating by:*
- a. regularly reviewing the issuer’s creditworthiness;*
 - b. initiating a review of the status of the rating upon receipt of any information that might reasonably be expected to result in a rating action (including termination of a rating); and,*
 - c. updating on a timely basis the rating, as appropriate, based on the results of such review.*
- 1.10 *Where a CRA makes its ratings available to the public, the CRA should publicly announce if it discontinues rating an issuer or obligation. Continuing publications by the CRA of the discontinued rating should indicate the date the rating was last updated and the fact that the rating is no longer being updated. Where a CRA’s ratings are provided only to its subscribers, the CRA should announce to its subscribers if it discontinues rating an issuer or obligation. Continuing publications by the CRA of the discontinued rating should indicate the date the rating was last updated and the fact that the rating is no longer being updated.*

C. Integrity of the Rating Process

- 1.11 *The CRA and its employees should comply with all applicable laws, rules and regulations governing its activities in each jurisdiction in which it operates.*
- 1.12 *The CRA and its employees should deal fairly and honestly with issuers, investors, other market participants, and the public.*
- 1.13 *The CRA’s analysts should be held to high standards of integrity, and the CRA will not employ individuals with demonstrably compromised integrity.*
- 1.14 *The CRA and its employees should not, either implicitly or explicitly, give issuers any assurance or guarantee of a particular rating prior to a rating assessment.*
- 1.15 *The CRA should institute policies and procedures that clearly specify a person responsible for the CRA’s and the CRA’s employees’ compliance with the provisions of the CRA’s code of conduct and with applicable laws and regulations. This person’s reporting lines and compensation should be independent of the CRA’s rating operations.*
- 1.16 *Upon becoming aware that another employee or entity associated with the CRA is or has engaged in conduct that is illegal, unethical or contrary to the CRA’s code of conduct, a CRA employee should report such information*

immediately to the individual in charge of compliance or an officer of the CRA, as appropriate, so proper action may be taken. Its employees are not necessarily expected to be experts in the law. Nonetheless, its employees are expected to report the activities that a reasonable person would question. Any CRA officer who receives such a report from a CRA employee is obligated to take appropriate action, as determined by the laws and regulations of the jurisdiction and the rules and guidelines set forth by the CRA.

2. CRA INDEPENDENCE AND AVOIDANCE OF CONFLICTS OF INTEREST

A. General

- 2.1 The CRA and its analysts should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.*
- 2.2 The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment.*
- 2.3 The CRA should not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on the CRA, an issuer, an investor, or other market participant.*
- 2.4 The credit rating a CRA assigns to an issuer or security should not be affected by the existence of or potential for a business relationship between the CRA (or its affiliates) and the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence of such a relationship.*
- 2.5 The CRA should separate its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including consulting businesses, that may present a conflict of interest.*

B. CRA Procedures and Policies

- 2.6 The CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses CRAs make or the judgment and analyses of the individuals the CRAs employ who have an influence on ratings decisions. The CRA's code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.*
- 2.7 The CRA's disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.*
- 2.8 The CRA should disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities. Where a CRA receives from a rated entity compensation unrelated to its rating service, such as compensation for*

consulting services, the CRA should disclose the proportion such non-rating fees constitute against the fees the CRA receives from the entity for ratings services.

- 2.9 *The CRA and its staff should not engage in any securities or derivatives trading presenting conflicts of interest with the CRAs ratings activities.*
- 2.10 *In instances where rated entities (e.g., governments) have, or are simultaneously pursuing, oversight functions related to the CRA, the CRA should use different employees to conduct its rating actions than those employees involved in its oversight issues.*

C. CRA Analyst and Employee Independence

- 2.11 *Reporting lines for CRA employees and their compensation arrangements should be structured to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest. The CRA's code of conduct should also state that a CRA analyst will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that the CRA derives from issuers that the analyst rates or with which the analyst regularly interacts.*
- 2.12 *The CRA should not have analysts initiate, or participate in, discussions regarding fees or payments with any entity they rate.*
- 2.13 *No CRA employee should participate in or otherwise influence the determination of the CRA's rating of any particular entity or obligation if the employee:*
 - a. *Owns securities or derivatives of the rated entity or any related entity thereof;*
 - b. *Has had an employment or other significant business relationship with the rated entity within the previous six months;*
 - c. *Has an immediate relation (i.e., spouse, partner, parent, child, sibling) who currently works for the rated entity; or*
 - d. *Has, or had, any other relationship with the rated entity or any agent of the rated entity that may be perceived as presenting a conflict of interest.*
- 2.14 *The CRA's analysts and anyone involved in the rating process (or members of their immediate household) should not buy or sell or engage in any transaction in any security or derivative based on a security issued, guaranteed, or otherwise supported by any entity within such analyst's area of primary analytical responsibility, other than holdings in diversified mutual funds.*
- 2.15 *CRA employees should be prohibited from soliciting money, gifts or favors from anyone with whom the CRA does business and should be prohibited*

from accepting gifts offered in the form of cash or any gifts exceeding a minimal monetary value.

- 2.16 *Any CRA analyst who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or apparent conflict of interest (including, for example, any personal relationship with an employee of a rated entity or agent of such entity within his or her area of analytic responsibility), should be required to disclose such relationship to the appropriate manager or officer of the CRA, as determined by CRA compliance policies.*

3. CRA RESPONSIBILITIES TO THE INVESTING PUBLIC AND ISSUERS

A. Transparency and Timeliness of Ratings Disclosure

- 3.1 *The CRA should distribute in a timely manner its ratings decisions regarding the entities and securities it rates.*
- 3.2 *The CRA should publicly disclose its policies for distributing ratings and reports.*
- 3.3 *Except for “private ratings” provided only to the issuer, the CRA should disclose to the public, on a non-selective basis and free of charge, any rating regarding publicly issued securities, or public issuers themselves, as well as any subsequent decisions to discontinue such a rating, if the rating action is based in whole or in part on material non-public information.*
- 3.4 *The CRA should publish sufficient information about its procedures, methodologies and assumptions so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. This information will include (but not be limited to) the meaning of each rating category and the definition of default and the time horizon the CRA used when making a rating decision.*
- 3.5 *When issuing a rating, CRAs should explain in their press releases and reports the key elements underlying their rating decision.*
- 3.6 *Where feasible and appropriate, prior to issuing or revising a rating, the CRA should advise the issuer of the critical information and principal considerations upon which a rating will be based and afford the issuer an opportunity to clarify any likely factual misperceptions or other matters that the CRA would wish to be made aware of in order to produce an accurate rating. The CRA will duly evaluate the response.*
- 3.7 *In order to promote transparency and to enable the market to best judge the performance of the ratings, the CRA, where possible, should publish sufficient information about the historical default rates of CRA rating categories and whether the default rates of these categories have changed over time, so that interested parties can understand the historical performance of each category and if and how ratings categories have changed, and be able to draw quality comparisons among ratings given by different CRAs. If the nature of the rating or other circumstances make a*

historical default rate inappropriate, statistically invalid, or otherwise likely to mislead the users of the rating, the CRA should explain this.

- 3.8 *The CRA should disclose when its ratings are not initiated at the request of the issuer and whether the issuer participated in the rating process.*
- 3.9 *Because users of credit ratings rely on an existing awareness of CRA practices, procedures and processes, the CRA should fully and publicly disclose modification of these practices, procedures and processes. The CRA should carefully consider the various uses of credit ratings before modifying its practices, procedures and processes.*

B. The Treatment of Confidential Information

- 3.10 *The CRA should adopt procedures and mechanisms to protect the confidential nature of information shared with them by issuers under the terms of a confidentiality agreement or otherwise under a mutual understanding that the information is shared confidentially. Unless otherwise permitted by the confidentiality agreement or required by applicable laws or regulations, the CRA and its employees should not disclose confidential information in press releases, through research conferences, to future employers, or conversations with investors, other issuers, or other persons, or otherwise.*
- 3.11 *Where a CRA is made aware of non-public information of the kind required to be disclosed under applicable laws and regulations, depending on the jurisdiction, the CRA may be obligated to make this information available to the public. However, prior to doing so, the CRA should indicate to the issuer its intent to release this information and permit the issuer to immediately disclose this information itself. The timeframe a CRA should provide an issuer to make this disclosure should be limited.*
- 3.12 *The CRAs should use confidential information only for purposes related to their rating activities or otherwise in accordance with their confidentiality agreements with the issuer.*
- 3.13 *CRA employees should take all reasonable measures to protect all property and records belonging to or in possession of the CRA from fraud, theft or misuse.*
- 3.14 *CRA employees should be prohibited from engaging in transactions in securities when they possess confidential information concerning the issuer of such security.*
- 3.15 *In preservation of confidential information, CRA employees should familiarize themselves with the internal securities trading policies maintained by their employer, and periodically certify their compliance as required by such policies.*

- 3.16 *CRA employees should not selectively disclose any non-public information about rating opinions or possible future rating actions of the CRA.*
- 3.17 *CRA employees should not share confidential information entrusted to the CRA with employees of any affiliated entities that are not CRAs. CRA employees should not share confidential information within the CRA except on an “as needed” basis.*
- 3.18 *CRA employees should not use or share confidential information for the purpose of trading securities, or for any other purpose except the conduct of the CRA’s business.*

4. DISCLOSURE OF THE CODE OF CONDUCT

- 4.1 *The CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct are consistent with the provisions of the IOSCO Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies and the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The CRA should also describe generally how it intends to implement and enforce its code of conduct and disclose on a timely basis any changes to its code of conduct or how it is implemented and enforced.*