

TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP HỒ CHÍ MINH

--- ❧ ❧ ❧ ---

MẠI THỊ THU VÂN

**PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU
DOANH NGHIỆP 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.TS TRẦN NGỌC THƠ

TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2006

MỤC LỤC



DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

PHẦN MỞ ĐẦU

1. SỰ CẦN THIẾT CỦA ĐỀ TÀI	01
2. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN	02
3. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU	02
4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU	02
5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	03

CHƯƠNG I: NỘI DUNG CƠ BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CÔNG TY

I.1 - Trái phiếu công ty	04
<i>I.1.1- Bản chất của trái phiếu công ty</i>	<i>04</i>
<i>I.1.2- Các loại trái phiếu công ty</i>	<i>05</i>
* Trái phiếu có bảo đảm	05
* Trái phiếu có thể chuyển đổi	05
* Trái phiếu có lãi suất thả nổi	06
* Trái phiếu kèm quyền bán lại	06
* Trái phiếu kèm quyền mua lại	06
<i>I.1.3- Ưu điểm của việc tài trợ bằng trái phiếu công ty.....</i>	<i>06</i>
I.1.3.1 - So với vốn cổ phần	07
I.1.3.2 - So với các khoản vay ngân hàng và các tổ chức tín dụng	08
I.2 - Thị trường trái phiếu công ty	09
I.2.1 - Đối với nền kinh tế	10
I.2.2 - Đối với các doanh nghiệp.....	12
I.2.3 - Đối với người đầu tư	13
I.3 -Thị trường trái phiếu công ty ở các nước đang phát triển	14
<i>I.3.1 - Các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định việc lựa chọn công cụ tài chính</i>	<i>14</i>
I.3.1.1 - Bất cân xứng thông tin trên thị trường tài chính	14
I.3.1.2 - Trình độ phát triển của nền kinh tế	16

I.3.1.3 - Sự phát triển của cơ sở hạ tầng về thông tin, pháp luật và bộ máy tư pháp. -----	17
I.3.2 - <i>Mối quan hệ giữa thị trường trái phiếu công ty và hệ thống ngân hàng</i> -----	18
❖ Kết luận chương I -----	19
<u>CHƯƠNG II : THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM</u>	
II.1 - Thị trường tài chính Việt Nam -----	20
II.1.1 - <i>Bối cảnh kinh tế</i> -----	20
II.1.2 - <i>Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam</i> -----	22
❖ Thị trường tiền tệ -----	23
❖ Thị trường vốn -----	24
II.2 - Thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam -----	26
II.2.1 - <i>Đôi nét về thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam</i> -----	27
II.2.2 - <i>Phát hành trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường sơ cấp</i> -----	29
II.2.3 - <i>Giao dịch trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp</i> -----	31
II.2.4 - <i>Bài học kinh nghiệm từ phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam</i> ---	31
II.3 - Nguyên nhân kém phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam -----	32
II.3.1 - <i>Khung pháp lý chưa được xây dựng hoàn chỉnh</i> -----	33
II.3.2 - <i>Cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu còn kém phát triển.</i> -----	35
II.3.3 - <i>Chưa có đường cong lãi suất chuẩn</i> -----	37
II.3.4 - <i>Nhận thức về chứng khoán của doanh nghiệp và nhà đầu tư còn hạn chế</i> -----	38
❖ Kết luận chương II -----	38
<u>CHƯƠNG III : PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM</u>	
III.1 - Cơ hội, thách thức để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam	
III.1.1 - <i>Cơ hội</i> -----	40
III.1.2 - <i>Thách thức</i> -----	43
III.2- <i>Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam</i> -----	44

III.2.1- Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và hệ thống quản lý	44
III.2.2- Giải pháp phát triển thị trường sơ cấp	45
III.2.2.1 - Tạo đường cong lãi suất chuẩn – nền tảng lãi suất	45
III.2.2.2 - Xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm	46
✘ Sự cần thiết phải xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm (ĐMTN)	
✘ Mục đích hình thành và phát triển tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam	
✘ Tổ chức và hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm (CRA)	
III.2.2.3 - Chuẩn hóa hệ thống thông tin và công bố thông tin	50
III.2.2.4 - Phát triển các tổ chức trung gian thị trường, các nhà đầu tư có tổ chức	52
III.2.2.5 - Đơn giản hóa quy trình thủ tục đăng ký phát hành	53
III.2.2.6 - Tăng nguồn cung trái phiếu bằng kỹ thuật chứng khoán hóa	55
III.2.3 - Giải pháp phát triển thị trường thứ cấp	56
III.2.3.1 - Xây dựng hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp	56
III.2.3.2 - Phát triển thị trường phi tập trung (OTC)	58
III.2.3.3 - Phát triển đội ngũ các nhà tạo lập thị trường	59
III.2.4 - Hệ thống ngân hàng trong vai trò hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp	59
III.2.5 - Nâng cao nhận thức cho các doanh nghiệp và công chúng đầu tư về chứng khoán nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.	60
❖ Kết luận chương III	61
KẾT LUẬN	62
ĐỀ XUẤT CHO NHỮNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO	63
TÀI LIỆU THAM KHẢO	64
<u>PHỤ LỤC 1: QUY TRÌNH PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP</u>	
<u>PHỤ LỤC 2 : QUY TRÌNH PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP</u>	
VITRANSCHART	

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

BTC	: Bộ Tài chính
BIDV	: Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
COUPON	: Lãi suất cuống phiếu
CRA	: Tổ chức định mức tín nhiệm (Credit Rating Agency)
DMTN	: Định mức tín nhiệm
EVN	: Tổng Công ty Điện lực Việt Nam
ICB	: Ngân hàng Công thương Việt Nam
FDI	: Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FII	: Đầu tư gián tiếp nước ngoài
ODA	: Viện trợ phát triển chính thức
OTC	: Thị trường chứng khoán phi tập trung
NHTM	: Ngân hàng thương mại
NHTW	: Ngân hàng trung ương
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TTCKVN	: Thị trường chứng khoán Việt Nam
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán
TPCP	: Trái phiếu chính phủ
TPĐP	: Trái phiếu địa phương
TPDN	: Trái phiếu doanh nghiệp
TPHCM	: Thành phố Hồ Chí Minh
VIETCOMBANK	: Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam
VITRANSCHART	: Công ty Vận tải và Thuê tàu Biển Việt Nam
WTO	: Tổ chức thương mại thế giới

PHẦN MỞ ĐẦU

1. SỰ CẦN THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

Trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, đặc biệt là sự kiện Việt Nam đã kết thúc đàm phán song phương với 28 nước thành viên, mở ra một tương lai sáng lạn của tiến trình gia nhập Tổ chức Thương Mại Thế giới (WTO). Hòa chung vận hội và thách thức mới, các doanh nghiệp ở Việt Nam đã và đang có những bước đi chủ động, chuẩn bị hành trang cần thiết để đứng vững trên thương trường quốc tế. Nhiều năm qua, các doanh nghiệp đã nhận thức rõ việc đổi mới kỹ thuật, thiết bị - công nghệ, tiết giảm chi phí nguyên nhiên vật liệu, nâng cao trình độ của đội ngũ lao động ... là những việc làm hết sức thiết thực.

Để thực hiện được mục tiêu trên, một trong những nguồn lực cần có là vốn. Trong điều kiện kinh doanh ngày càng khó khăn, lợi nhuận giữ lại không đủ đáp ứng nhu cầu vốn cho tái sản xuất và đầu tư thì doanh nghiệp phải nghĩ đến các hình thức huy động vốn trên thị trường. Tuy nhiên, phần lớn các doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay đều sử dụng hình thức tài trợ vốn nợ bằng cách vay ngân hàng mà quên rằng phát hành trái phiếu cũng là một cách huy động vốn nợ với nhiều tiện ích.

Mặt khác, kể từ sau khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 xảy ra ở châu Á, nhiều nghiên cứu đã đi sâu tìm hiểu nguyên nhân và rút ra bài học kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng là phải san sẻ bớt gánh nặng từ hệ thống ngân hàng sang cho thị trường trái phiếu công ty. Từ đó, đặt ra yêu cầu phải phát triển thị trường này đủ điều kiện để có thể thực hiện chức năng tài trợ vốn nợ cho các doanh nghiệp một cách hiệu quả.

Ở thời điểm hiện tại, thị trường chứng khoán Việt Nam đang trên đà phát triển tiến tới phù hợp với cơ chế kinh tế thị trường và thông lệ quốc tế, số lượng các doanh nghiệp cổ phần ngày càng tăng, việc mua bán cổ phiếu ở thị trường thứ cấp diễn ra sôi động, thúc đẩy các doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế quan tâm đến kênh huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, thực tế cho thấy các

doanh nghiệp hầu như chỉ quan tâm đến phát hành cổ phiếu mà quên rằng phát hành trái phiếu cũng là một kênh huy động vốn trung dài hạn phục vụ cho nhu cầu đầu tư phát triển. Việc huy động vốn nợ qua ngân hàng đã có những hạn chế nhất định như tạo áp lực trả nợ cho doanh nghiệp trong giai đoạn đầu tư ban đầu trong khi phát hành trái phiếu như một khoản vay có thời gian đáo hạn khá dài, rủi ro của doanh nghiệp được chia sẻ cho nhiều nhà đầu tư.

Phát hành trái phiếu đối với nhiều doanh nghiệp trên thế giới là phổ biến, ở trong nước cũng đã có một số công ty phát hành trái phiếu khá thành công như Tổng Công ty Dầu Khí Việt Nam, Tổng Công ty Điện Lực Việt Nam (EVN) , Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV), Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) ..., nhưng với phần lớn các doanh nghiệp, nhất là doanh nghiệp vừa và nhỏ, phát hành trái phiếu vẫn còn là việc làm mới mẻ, nguyên nhân do thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa phát triển, khung pháp lý chưa hoàn chỉnh, cơ sở hạ tầng của thị trường còn yếu kém, thiếu đường cong lãi suất chuẩn, đội ngũ lãnh đạo doanh nghiệp và nhà đầu tư còn non kém kiến thức về chứng khoán nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

Nhằm khuyến khích các doanh nghiệp đa dạng hóa hình thức huy động vốn trung dài hạn, tạo độ an toàn cho nền tài chính quốc gia, phù hợp với chủ trương của Chính phủ và xu hướng chung của nền kinh tế, tác giả đã mạnh dạn nghiên cứu đề tài:

"Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam"

2. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN

Đề tài đóng góp về mặt thay đổi nhận thức trong công tác huy động vốn đầu tư phát triển của các doanh nghiệp ở Việt Nam, giúp các doanh nghiệp cởi mở và mạnh dạn hơn khi tham gia thị trường chứng khoán.

Ở góc độ vĩ mô, việc vận dụng các kết quả nghiên cứu của đề tài sẽ góp phần phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam. Ở góc độ vi mô, doanh nghiệp vận dụng những nghiên cứu của đề tài phục vụ công tác huy động vốn qua

kênh phát hành trái phiếu, không những giúp doanh nghiệp tháo gỡ khó khăn về vốn đầu tư trung dài hạn, mà còn giúp doanh nghiệp có quan điểm đúng đắn hơn về lợi ích từ việc huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán, đó là một trong những việc cần làm để tiến tới hội nhập kinh tế quốc tế.

3. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU

Vấn đề trọng tâm mà đề tài muốn giải quyết là trên cơ sở xem xét thực trạng, phân tích những mặt tồn tại, tìm hiểu nguyên nhân, những cơ hội và thách thức trong hiện tại để đưa ra các giải pháp phù hợp hướng đến việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam. Thông qua đó, khuyến khích các doanh nghiệp nâng cao nhận thức, thay đổi quan điểm, xem phát hành trái phiếu là một công cụ huy động vốn nợ thay cho hình thức vay vốn ngân hàng, góp phần san sẻ gánh nặng rủi ro từ hệ thống ngân hàng sang cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp, tạo sự phát triển bền vững cho nền kinh tế đất nước.

4. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

Đối tượng nghiên cứu của đề tài tập trung các vấn đề liên quan đến thực trạng hoạt động của thị trường sơ cấp (thị trường phát hành) lẫn thị trường thứ cấp (thị trường giao dịch) trái phiếu doanh nghiệp và những giải pháp phát triển cả hai loại thị trường này.

Phạm vi nghiên cứu : hoạt động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam từ năm 2000 đến nay.

Về nội dung, đề tài tập trung nghiên cứu cơ sở pháp lý cho sự hình thành thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam, tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu trong thời gian qua. Cuối cùng, đề xuất một số giải pháp để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam trong thời gian tới.

5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Bên cạnh việc vận dụng lý thuyết các môn học Tài chính doanh nghiệp, Đầu tư tài chính làm nền tảng lý luận, đề tài sử dụng phương pháp thu thập dữ liệu thông qua các kênh thông tin đại chúng, các tham luận; đề tài kế thừa có chọn lọc các tài

liệu khoa học, luận án tiến sĩ, luận văn thạc sĩ; dùng phương pháp thống kê lịch sử và phương pháp tổng hợp để đánh giá tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian qua; vận dụng kinh nghiệm của các nước làm cơ sở để xuất các giải pháp phù hợp, nhằm thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam vận động và phát triển.

Nội dung nghiên cứu của đề tài được chia thành ba chương :

Chương I : *Nội dung cơ bản về thị trường trái phiếu công ty*. Chương này đề cập những vấn đề lý luận về trái phiếu công ty và thị trường trái phiếu công ty nói chung.

Chương II : *Thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam*. Trong chương này, đề tài nêu lên thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam trong thời gian qua, phân tích và đưa ra các nguyên nhân dẫn đến tình trạng kém phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.

Chương III : *Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam*. Trên cơ sở nguyên nhân dẫn đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp kém phát triển cùng với cơ hội, thách thức trong bối cảnh hiện nay, đề tài đưa ra một số giải pháp phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.

Ở chương II và chương III, đề tài sử dụng cụm từ “trái phiếu doanh nghiệp” thay vì “trái phiếu công ty” để phù hợp với từ ngữ hiện sử dụng trong các văn bản pháp lý tại Việt Nam, theo đó trái phiếu doanh nghiệp được hiểu là trái phiếu của các loại hình công ty (kể cả doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài) đang hoạt động theo pháp luật Việt Nam.



CHƯƠNG 1:

NỘI DUNG CƠ BẢN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CÔNG TY

I.1 - Trái phiếu công ty

1.1.1- Bản chất của trái phiếu công ty

Trái phiếu công ty chính là giấy nhận nợ của công ty phát hành ra nó, điều này có nghĩa công ty phát hành ra trái phiếu là người đi vay (hay gọi là con nợ), còn người nắm giữ trái phiếu là trái chủ hay chính là người cho vay (chủ nợ của công ty). Trái phiếu là sự chứng nhận về mặt pháp lý quyền của chủ nợ – trái chủ đối với công ty và những nghĩa vụ tài chính mà công ty phải thực hiện.

Những đặc điểm chủ yếu của một trái phiếu công ty là tương đối đơn giản. Tổ chức phát hành trái phiếu cam kết trả một tỷ lệ phần trăm nhất định tính trên mệnh giá trái phiếu vào những ngày đã được ấn định (còn gọi là các khoản chi trả lãi coupon) và hoàn trả số vốn gốc hay mệnh giá trái phiếu vào thời điểm đáo hạn. Thông thường, thời hạn trả lãi trái phiếu được quy định một năm một lần hay nửa năm một lần. Nếu công ty phát hành không thực hiện được nghĩa vụ chi trả tiền gốc hoặc tiền lãi trái phiếu khi đến hạn, nói cách khác là công ty bị rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán, điều này có thể dẫn đến sự vỡ nợ về mặt pháp lý và các nhà đầu tư có quyền kiện công ty ra tòa để cưỡng chế thực hiện hợp đồng (tức là thực hiện theo các điều khoản mà công ty đã cam kết khi phát hành trái phiếu). Cũng giống như các chủ nợ khác, các trái chủ có quyền đòi hợp pháp trước các cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi của công ty đối với không chỉ thu nhập mà cả các tài sản của công ty đó cho số vốn gốc và tiền lãi mà công ty còn nợ họ.

Các cam kết của tổ chức phát hành trái phiếu công ty và những quyền lợi của người đầu tư mua những trái phiếu đó được trình bày một cách chi tiết trong những hợp đồng được gọi là *bản giao kèo phát hành trái phiếu*. Bản giao kèo là một thỏa thuận pháp lý giữa tổ chức phát hành và các trái chủ, trong đó nêu lên các quyền cơ bản của trái chủ như lãi suất coupon được hưởng, thời gian thanh toán lãi, phương

thức mua lại trái phiếu (nếu có) và các điều khoản khác. Bản giao kèo cũng thường đặt ra những hạn chế đối với các hoạt động của công ty trong tương lai. Những hạn chế này có tác dụng củng cố vị thế của người chủ sở hữu trái phiếu và bao gồm những vấn đề cụ thể như : hạn chế phát hành thêm công cụ nợ, hạn chế việc chi trả cổ tức đối với các cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi, ngăn chặn việc công ty bán các tài sản cố định, sáp nhập với công ty khác hoặc tiến hành những hoạt động dẫn đến sự thay đổi về căn bản tính chất kinh doanh của công ty. Những điểm hạn chế này có ý nghĩa rất quan trọng trong việc duy trì khả năng thanh khoản cho tổ chức phát hành.

Tuy nhiên, không phải tất cả các trái chủ đều có đủ các kiến thức chuyên môn để hiểu được bản giao kèo một cách rõ ràng và đầy đủ; cũng như khó có điều kiện để theo dõi, giám sát xem tổ chức phát hành có tuân thủ toàn bộ những cam kết mà họ đã đưa ra hay không. Về phía mình, tổ chức phát hành cũng không thể lập từng hợp đồng riêng biệt với từng trái chủ – chủ nợ của mình. Chính vì vậy, cần phải có sự tham gia của một bên thứ ba - người uỷ thác. Bản giao kèo được lập chung cho tất cả các trái chủ thông qua một người uỷ thác với tư cách đại diện cho quyền lợi của các trái chủ. Trên thực tế, người uỷ thác thường là các ngân hàng thương mại có uy tín.

1.1.2- Các loại trái phiếu công ty

Trái phiếu công ty chỉ là một trong nhiều loại tài sản tài chính mà những người có một khoản tiền tích lũy có thể mua và nắm giữ như một công cụ đầu tư. Khi thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng ngày càng phát triển, người đầu tư ngày càng có nhiều cơ hội để lựa chọn một công cụ đầu tư hiệu quả nhất, phù hợp nhất với các mục tiêu của mình từ một tập hợp các loại chứng khoán đa dạng, bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty, cổ phiếu, đến các loại chứng khoán phái sinh với những tính chất phức tạp hơn như chứng quyền, quyền chọn, hợp đồng tương lai Trong bối cảnh đó, để thu hút được sự quan tâm của công chúng đầu tư, các công ty không chỉ phát hành các trái phiếu thông thường mang những đặc tính truyền thống đơn giản mà còn đưa ra thị trường không ít loại trái phiếu mới, bổ sung

thêm những đặc điểm hấp dẫn, được thiết kế đáp ứng những mục tiêu đầu tư khác nhau. Những trái phiếu này không chỉ mang lại những quyền lợi nhất định cho người đầu tư mà, xét trên một góc độ nào đó, còn đem lại lợi ích cho các công ty phát hành.

Có nhiều cách phân loại trái phiếu công ty, sau đây là một số loại tiêu biểu :

*** Trái phiếu có bảo đảm**

Cũng như các khoản vay nợ thông thường, trái phiếu phát hành có thể được đảm bảo bằng các tài sản thế chấp. Hình thức phát hành trái phiếu có tài sản thế chấp thường được sử dụng trong trường hợp công ty muốn giành được một tỷ lệ lãi suất thấp hơn (vì có tài sản thế chấp có nghĩa là mức độ rủi ro của trái phiếu đã được giảm đi hay tính an toàn đối với người đầu tư tăng lên, mức bù rủi ro theo đó giảm đi) hoặc chỉ đơn giản là vì vị thế tín dụng hiện tại của công ty không đủ mạnh để cho phép công ty đi vay mà không có điều kiện này. Các tài sản thế chấp có thể bao gồm các bất động sản như đất đai, nhà xưởng, các tài sản riêng biệt gồm máy móc, thiết bị và bất kỳ tài sản nào khác không gắn cố định với nhà xưởng. Với tài sản thế chấp hỗ trợ cho khoản vay, nếu tổ chức phát hành không có khả năng trả nợ và bị thanh lý, số tiền thu được từ việc bán các tài sản thế chấp sẽ được lấy làm nguồn thanh toán cho các trái chủ. Như vậy, đứng về phía những người mua trái phiếu, độ an toàn đối với số vốn của họ dường như đã được tăng lên.

*** Trái phiếu có thể chuyển đổi**

Đây là loại trái phiếu cho phép người nắm giữ nó có quyền đổi trái phiếu lấy một số cổ phiếu phổ thông nhất định của công ty phát hành sau một khoảng thời gian đã được xác định trước tính từ thời điểm phát hành trái phiếu. Tùy theo lựa chọn của mình, người đầu tư có thể quyết định có thực hiện điều khoản chuyển đổi này hay không, hay nói cách khác là có chuyển từ tư cách chủ nợ thành tư cách chủ sở hữu của công ty đó hay không. Thông thường, việc chuyển đổi chỉ diễn ra khi công ty có kết quả kinh doanh cũng như triển vọng kinh doanh tốt và cổ phiếu tăng giá hoặc có tiềm năng tăng giá mạnh trên thị trường.

*** Trái phiếu có lãi suất thả nổi**

Là loại trái phiếu mà lãi suất coupon không được ấn định từ đầu mà sẽ được điều chỉnh theo sự biến động của một chỉ số lãi suất thị trường tổng thể nào đó. Trong điều kiện lãi suất thị trường biến động mạnh và thường xuyên, nếu lãi suất coupon là cố định thì sẽ ảnh hưởng bất lợi đến lợi ích của tổ chức phát hành (trong trường hợp lãi suất thị trường giảm) . Với loại trái phiếu này, lãi suất coupon sẽ được tái ấn định theo định kỳ một năm hay nửa năm một lần, để phản ánh đúng những diễn biến của lãi suất trên thị trường . Như vậy, công ty phát hành và những người đầu tư có thể được bảo vệ phần nào trước những rủi ro lãi suất

*** Trái phiếu kèm quyền bán lại**

Trái phiếu này cho phép người chủ sở hữu nó được quyền lựa chọn bán lại trái phiếu cho tổ chức phát hành trước thời điểm đáo hạn của trái phiếu. Quyền bán lại này cũng có tác dụng loại bỏ rủi ro lãi suất cho người nắm giữ trái phiếu. Nếu lãi suất trên thị trường tăng khiến cho giá trái phiếu giảm xuống, người đầu tư có thể tránh được khoản thua lỗ bằng cách thực hiện quyền bán lại đó, và với số vốn thu hồi về họ có thể đầu tư vào một công cụ khác đem lại lãi suất cao hơn phù hợp với xu thế của lãi suất trên thị trường.

*** Trái phiếu kèm quyền mua lại**

Không giống như trường hợp trái phiếu kèm quyền bán lại trong đó quyền lợi thuộc về người đầu tư, trong trường hợp trái phiếu kèm quyền mua lại, tổ chức phát hành có quyền mua lại trái phiếu từ các trái chủ trước khi đến thời điểm đáo hạn. Như vậy, có thể nói rằng trong trường hợp này, tổ chức phát hành được phép đơn phương thay đổi thời hạn của trái phiếu và do đó kết thúc các dòng thanh toán sớm hơn dự kiến ban đầu. Việc phát hành loại trái phiếu này thường được áp dụng khi lãi suất trên thị trường giảm xuống. Nếu công ty phát hành thực hiện quyền này, họ có thể huy động được khoản vốn khác thay thế cho số trái phiếu này với một mức chi phí có lợi hơn.

1.1.3- Ưu điểm của việc tài trợ bằng trái phiếu công ty

Vốn là một yếu tố đầu vào quan trọng của quá trình sản xuất kinh doanh, nếu thiếu vốn thì các doanh nghiệp không thể hoạt động được cũng như không thể nghĩ đến việc mở rộng và phát triển sản xuất, vì khi đó doanh nghiệp không thể cải tiến máy móc thiết bị, không thể mua sắm các loại nguyên nhiên vật liệu, không thể thuê và đào tạo nhân công ... do vậy khó có thể giành thắng lợi trong cạnh tranh.

Sự phát triển của thị trường tài chính đã đem lại cho các doanh nghiệp ngày càng nhiều cơ hội tiếp cận với những nguồn tài trợ vốn đa dạng, đáp ứng được mọi nhu cầu về khối lượng, thời hạn cũng như các đòi hỏi khác mang tính đặc thù đặt ra cho từng doanh nghiệp cụ thể.

Đối với các doanh nghiệp, nếu không tính đến số vốn hình thành từ những khoản lợi nhuận tích lũy được trong nội bộ doanh nghiệp, có hai con đường để huy động vốn trung dài hạn trong nền kinh tế, đó là con đường gián tiếp thông qua các tổ chức trung gian tài chính và con đường trực tiếp qua thị trường chứng khoán. Ở cách thứ nhất, doanh nghiệp đến vay các ngân hàng và các công ty tài chính, ở cách thứ hai, doanh nghiệp sẽ phát hành các công cụ huy động vốn trực tiếp từ lực lượng công chúng đầu tư đông đảo. Các công cụ này bao gồm cổ phiếu và trái phiếu. Nói chung mỗi hình thức huy động vốn đều có một đặc điểm riêng và thích hợp trong từng điều kiện cụ thể của nền kinh tế cũng như của bản thân doanh nghiệp. Tuy nhiên, xét một cách chung nhất, việc tài trợ bằng trái phiếu có một số ưu điểm nổi bật so với các nguồn tài trợ vốn khác (cụ thể là vay ngân hàng và tài trợ bằng vốn cổ phần)

1.1.3.1 – So với vốn cổ phần

Đối với các công ty cổ phần, việc tài trợ bằng trái phiếu có ba ưu điểm nổi trội hơn so với tài trợ bằng vốn cổ phần, tức phát hành cổ phiếu. Thứ nhất, tài trợ bằng trái phiếu có thể tránh được tình trạng pha loãng quyền sở hữu của các cổ đông trong công ty; Thứ hai, vốn huy động bằng cách phát hành trái phiếu có mức chi phí thấp hơn nhiều so với vốn cổ phần; Thứ ba, với việc phát hành trái phiếu công ty có thể khai thác tác dụng của đòn bẩy tài chính.

Khi công ty cần thêm vốn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, việc phát hành thêm cổ phiếu đồng nghĩa với việc xuất hiện thêm những cổ đông mới trong danh sách cổ đông của công ty. Mặc dù các cổ đông hiện hành luôn được quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới trước khi cổ phiếu được bán ra bên ngoài, nhưng việc toàn bộ số cổ phiếu mới lại tiếp tục thuộc về quyền sở hữu của các cổ đông hiện hành là rất khó xảy ra, điều này bị hạn chế bởi năng lực tài chính của bản thân các cổ đông hiện hành. Hơn nữa, không phải bao giờ toàn bộ số cổ phiếu phát hành thêm cũng được tự động dành cho các cổ đông hiện hành đó mà thông thường nó chỉ được bán dưới dạng ưu tiên theo một tỷ lệ nhất định. Sự xuất hiện thêm các cổ đông mới sẽ làm ảnh hưởng đến quyền lợi của các cổ đông hiện hành, lợi ích của họ sẽ bị chia sẻ. Trong khi đó, phát hành trái phiếu công ty thực chất có thể xem như là công ty đi vay nợ trên thị trường, trên bảng tổng kết tài sản, sự thay đổi không hề xảy ra đối với số vốn cổ phần của chủ sở hữu mà chỉ xuất hiện trên khoản mục nợ.

Không chỉ làm pha loãng quyền sở hữu trong công ty, vốn cổ phần còn có chi phí cao hơn rất nhiều so với vốn huy động bằng nợ vay, trong đó có nợ trái phiếu. Có hai lý do để giải thích cho điều này. Trước hết, mọi nhà đầu tư đều hiểu rằng mức độ rủi ro của trái phiếu thấp hơn so với cổ phiếu. Công ty phát hành không thể từ chối thanh toán lãi coupon cho người nắm giữ trái phiếu cho dù tình hình kinh doanh của công ty đó không được tốt bởi nếu không trả lãi đúng hạn thì công ty có thể bị coi là mất khả năng thanh toán. Nhưng về phần các cổ đông của công ty, những người này có thể không được nhận cổ tức nếu công ty hoạt động không có lãi (vì phần thu nhập sử dụng để chia cổ tức được lấy từ lợi nhuận sau thuế của công ty). Hơn nữa, trong trường hợp xấu nhất là khi công ty phá sản, các trái chủ với tư cách là chủ nợ, vẫn có khả năng thu lại được toàn bộ hoặc một phần số vốn của mình từ số tiền thanh lý tài sản của công ty, trong khi đó các cổ đông có thể sẽ mất toàn bộ hoặc một phần số vốn đã góp vì với tư cách là những người chủ sở hữu, họ là những người có quyền đòi cuối cùng đối với các tài sản còn lại. Vì vậy, mức bù rủi ro mà người đầu tư đòi hỏi đối với một trái phiếu cũng thấp hơn mức bù rủi ro của cổ phiếu. Nói cách khác, mức

sinh lời yêu cầu của người đầu tư đối với cổ phiếu sẽ cao hơn đối với trái phiếu. Điều này nếu xét trên giác độ của công ty sẽ đồng nghĩa với việc chi phí vốn cổ phần cao hơn chi phí nợ trái phiếu. Bên cạnh đó, chi phí lãi trái phiếu tính trên số nợ vay mà công ty trả cho những người nắm giữ trái phiếu của công ty được trừ khỏi lợi nhuận của công ty trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp, trong khi thu nhập mà công ty sử dụng để trả cổ tức cho các cổ đông thì lại là phần thu nhập còn lại sau khi đã khấu trừ thuế phải nộp, tức là chi phí lãi là khoản chi phí không chịu thuế còn chi phí vốn cổ phần (trả cổ tức) lại là chi phí phải chịu thuế.

1.1.3.2 – So với các khoản vay ngân hàng và các tổ chức tín dụng

Cũng giống như đi vay ngân hàng và các tổ chức tín dụng, phát hành trái phiếu trên thị trường chứng khoán là một hình thức huy động vốn bằng cách sử dụng nợ vay. Tuy nhiên, so với việc đi vay, phát hành trái phiếu có một số đặc điểm nổi trội hơn xét trên các khía cạnh như quy mô tài trợ, thời hạn, các chi phí phát sinh, phạm vi người cho vay, khả năng chuyển nhượng và tính thanh khoản.

Cụ thể, việc tài trợ vốn bằng cách phát hành trái phiếu không bị hạn chế về quy mô, tức doanh nghiệp có thể thông qua con đường này để huy động một số vốn lớn bất kỳ nào đó nếu có nhu cầu miễn là doanh nghiệp có phương án sử dụng số vốn huy động một cách hợp lý, có tính khả thi và có khả năng hoàn trả lãi và gốc cho những người cho vay. Trái lại, ở phương thức đi vay ngân hàng, số vốn tối đa doanh nghiệp được vay lại phụ thuộc vào vốn tự có của bản thân ngân hàng cho vay (mỗi ngân hàng chỉ được cho một doanh nghiệp vay số vốn không vượt quá một tỷ lệ phần trăm nhất định so với vốn tự có của mình, nếu nhu cầu vay của doanh nghiệp quá lớn, việc cho vay phải được tiến hành qua phương thức đồng tài trợ phức tạp hơn nhiều. Hơn nữa các khoản vay ngân hàng còn bị giới hạn bởi hạn mức tín dụng mà ngân hàng áp dụng cho một khách hàng, một ngành, một quốc gia hay một tiêu chí phân loại khác nào đó mà doanh nghiệp đi vay có thể thuộc về nhóm đó.

Không chỉ có lợi thế vượt trội về quy mô tài trợ, trái phiếu công ty còn có ưu điểm về thời hạn vay. Nếu các khoản vay ngân hàng thường là các khoản vay ngắn

hạn và có dạng “cuốn chiếu” (tức doanh nghiệp phải hoàn trả xong món vay này thì mới được vay tiếp món khác), không những thế lại bị hạn chế bởi chính sách tín dụng của ngân hàng, thì ngược lại, trái phiếu công ty lại rất đa dạng về thời hạn (thường thời gian đáo hạn của trái phiếu công ty từ một năm trở lên) và công ty được hoàn toàn tự do trong việc xác định yếu tố này. Bên cạnh đó, nếu sử dụng biện pháp tài trợ vốn qua ngân hàng, chủ nợ của công ty nói chung chỉ là một ngân hàng thì với phương thức tài trợ qua thị trường trái phiếu công ty, lực lượng những người cho vay đối với công ty sẽ là giới đầu tư đông đảo, nhất là khi công ty thực hiện phát hành trái phiếu rộng rãi ra công chúng. Hơn nữa, nếu các trái phiếu được chào bán ra công chúng và được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, điều này đem lại cho trái phiếu công ty khả năng chuyển nhượng và tính thanh khoản, đặc biệt là trái phiếu của những tổ chức phát hành là những công ty lớn, còn khoản vay ngân hàng có thể xem là không có tính thanh khoản vì chúng hầu như không có khả năng chuyển nhượng trên thị trường. Trong một số trường hợp, các ngân hàng cũng có thể bán các khoản nợ cho nhau nhưng hiện tượng này chỉ xảy ra một cách hãn hữu.

Một vấn đề nữa là việc tài trợ bằng trái phiếu công ty có thể rẻ hơn các món vay ngân hàng, đặc biệt trong trường hợp của các công ty danh tiếng có quy mô lớn, có khả năng sinh lời. Lãi suất tính trên thị trường trái phiếu công ty thường bao hàm trong đó cả lãi suất phi rủi ro, phần bù cho rủi ro hệ thống hay rủi ro toàn thị trường, rủi ro cụ thể của công ty (ví dụ rủi ro tín dụng, rủi ro mất khả năng thanh toán, và rủi ro thanh khoản), và phần bù cho sự không cân xứng về thông tin. Nói chung, các công ty có uy tín với tiếng tăm tốt có thể vay vốn qua thị trường trái phiếu công ty với lãi suất thấp hơn vay ở khu vực ngân hàng, do các công ty này đã có uy tín và công chúng đều đã quen thuộc với cách thức quản lý và hoạt động của họ nên mức bù rủi ro của các công ty đó tương đối thấp. Ở các quốc gia phát triển có sự hiện diện của một số lượng lớn các công ty danh tiếng, nhiều công ty trong số này đã tiếp cận thị trường trái phiếu công ty với mức chi phí phải chăng.

Từ sự so sánh trên giữa trái phiếu công ty với các khoản vay ngân hàng, có thể thấy rằng phát hành trái phiếu thường có tác dụng tốt hơn trong việc tài trợ những khoản vốn dài hạn, có quy mô lớn, còn vay ngân hàng lại là phương pháp có ích khi tài trợ những khoản vốn ngắn hạn, có quy mô nhỏ và ổn định. Trên bảng tổng kết tài sản của doanh nghiệp, trái phiếu có vẻ thích hợp hơn trong việc tài trợ cho các tài sản cố định và các khoản đầu tư dài hạn, trong khi vay ngân hàng lại thích hợp để hỗ trợ cho các tài sản lưu động đáp ứng hoạt động sản xuất kinh doanh hàng ngày.

Tuy nhiên, điều cần lưu ý khi thực hiện việc tài trợ bằng trái phiếu là các khoản chi trả cho trái chủ được thực hiện một cách đều đặn, theo định kỳ và không mang tính linh hoạt như các khoản hoàn trả đối với ngân hàng. Chính vì vậy, tổ chức phát hành phải có kỹ năng quản lý tiền mặt tốt hơn để khớp được giữa luồng tiền mặt phức tạp của dự án (hay hoạt động kinh doanh) với luồng chi trả đều đặn và đơn giản của trái phiếu. Doanh nghiệp phải quản lý được một cách tối ưu chuỗi các biến động về luồng tiền mặt thông qua việc thực hiện nghiệp vụ đầu tư một cách khéo léo hoặc đi vay ngắn hạn. Sự quản lý không hiệu quả các biến động của luồng tiền ngắn hạn sẽ làm hỏng mục đích tài trợ bằng trái phiếu trong dài hạn. Do đó, kiến thức và kỹ năng về tài chính công ty của những nhà quản lý trong các công ty là yếu tố không thể thiếu được đối với sự phát triển của thị trường trái phiếu công ty.

I.2 – Thị trường trái phiếu công ty

Thị trường trái phiếu công ty là một bộ phận của thị trường vốn, hay nói cách khác nó là một trong những kênh huy động vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Thị trường trái phiếu công ty là nơi diễn ra các giao dịch mua bán trao đổi trái phiếu công ty, nhằm thỏa mãn nhu cầu của các đối tượng tham gia trên thị trường. Để nền kinh tế phát triển đồng bộ và bền vững, không thể thiếu sự hình thành và phát triển của thị trường trái phiếu nói chung và thị trường trái phiếu công ty nói riêng.

1.2.1 - Đối với nền kinh tế :

Thị trường trái phiếu công ty, với tư cách là một kênh huy động vốn phục vụ cho quá trình sản xuất và tái sản xuất mở rộng, có một ý nghĩa quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế. Tuy nhiên, ở nhiều nước châu Á, ý nghĩa này dường như chỉ được nhìn nhận một cách đầy đủ và toàn diện nhất sau khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ khu vực những năm cuối thập kỷ 90 của thế kỷ hai mươi.

Trước hết, thị trường trái phiếu công ty phát triển sẽ trở thành một trong những công cụ điều tiết kinh tế vĩ mô, cụ thể là điều tiết vốn trung dài hạn, góp phần quan trọng vào việc nâng cao hiệu quả của việc phân phối và tái phân phối nguồn lực tài chính trong nền kinh tế.

Một điều kiện cần thiết để có thể phát huy được tác động tích cực này là thị trường thứ cấp dành cho trái phiếu công ty phải hết sức phát triển. Khi vốn trong nền kinh tế bị khan hiếm, lợi ích về phân phối và tái phân phối các nguồn lực tài chính có thể bị những lợi ích khác do ngân hàng thương mại đưa ra che lấp mất. Vì ngân hàng thương mại có thể thu thập được những thông tin riêng thông qua các mối quan hệ, họ có thể xác định được những công ty hay dự án có giá trị hiện tại ròng dương và do đó phân bổ các nguồn lực khan hiếm một cách có hiệu quả. Ngược lại, khi vốn trở nên dư thừa so với nhu cầu đầu tư, các ngân hàng khó thực hiện được chức năng giám sát và xử lý thông tin hiệu quả. Kết quả là, họ có thể chấm dứt việc tập trung vốn vào những người đi vay hay những dự án và khu vực cụ thể. Trong trường hợp này, sự hiện diện của thị trường sẽ trở nên quan trọng để cung và cầu về vốn gặp nhau. Với sự giúp đỡ của các chỉ báo giá trên thị trường, đồng đảo các nhà đầu tư được hướng dẫn để đưa ra những quyết định đầu tư đúng đắn và tránh được những rắc rối mà các ngân hàng thương mại phải đối mặt – đó là giá trị của khoản đầu tư đi chệch khỏi mức hiện hành trên thị trường.

Thứ hai, phát triển thị trường trái phiếu công ty là một yêu cầu phù hợp với luật chơi của kinh tế thị trường, theo đó mọi hàng hóa đều được giao dịch trên thị trường, và đã có hàng hóa thì phải có thị trường để giao dịch, trao đổi, mua bán. Đặc biệt, đối với các công cụ tài chính, thị trường giao dịch càng sôi động thì tính linh hoạt

của công cụ sẽ càng cao, càng đáp ứng được mục đích, yêu cầu của mọi đối tượng tham gia thị trường.

Với sự đa dạng của các công cụ trên thị trường, thị trường trái phiếu tạo cơ hội cho người đầu tư cũng như những người có nhu cầu về vốn lựa chọn cách cho vay và đi vay như thế nào cho phù hợp nhất với mình. Người đầu tư có thể cho vay trong hiện tại để trở thành một trong những chủ sở hữu của công ty đi vay trong tương lai (trường hợp mua trái phiếu chuyển đổi) . Người đi vay cũng có thể tránh khỏi sự ràng buộc cứng nhắc của các hợp đồng vay bằng cách phát hành loại trái phiếu cho phép họ có thể thanh lý chúng trước khi đáo hạn để tận dụng lợi ích của những biến động lãi suất... Nhờ đó, vốn có thể được chuyển đến cho những khoản đầu tư đem lại lợi nhuận cao hơn hay đòi hỏi chi phí thấp hơn. Nói chung, những lợi thế này người có nhu cầu đầu tư cũng như người có nhu cầu huy động vốn sẽ khó có thể có được khi thực hiện quá trình vay – cho vay thông qua tổ chức trung gian là các ngân hàng.

Thứ ba, đứng trên góc độ quản lý vĩ mô, thị trường trái phiếu công ty có tác dụng giảm nhẹ sự tập trung vào hệ thống ngân hàng bằng cách đa dạng hóa các rủi ro tín dụng trong nền kinh tế và giảm nhẹ được tình trạng sai lệch ghép. Nếu trước đây, các doanh nghiệp chỉ có một nguồn vay nợ duy nhất là các ngân hàng, thì với sự tồn tại và hoạt động của thị trường trái phiếu công ty, các doanh nghiệp có thêm một nguồn cung cấp tín dụng nữa. Gánh nặng của các ngân hàng được giảm bớt và rủi ro của hoạt động cho vay đã được san sẻ phần nào sang một lực lượng người cho vay đông đảo – những nhà đầu tư trái phiếu trên thị trường. Không những thế, do có sự tham gia của số đông công chúng đầu tư vào việc mua các trái phiếu công ty mới phát hành nên gánh nặng rủi ro sẽ được san bớt ra giữa những người cho vay. Theo cách này, thị trường trái phiếu công ty có thể gánh vác và đa dạng hóa nhiều rủi ro hơn hình thức tài trợ thông qua ngân hàng mà nhờ đó việc tài trợ dài hạn đối với những dự án rủi ro cao hoàn toàn có thể thực hiện được.

Bên cạnh đó, việc phát triển thị trường trái phiếu công ty có thể giảm nhẹ được các sai lệch ghép và do đó hạ thấp nguy cơ nền kinh tế phải đối mặt với một cuộc

khủng hoảng về cán cân vốn như những gì đã từng xảy ra ở các nước châu Á. Việc phát hành trái phiếu công ty làm tăng giá trị các khoản nợ huy động được trên các thị trường nội địa, hạn chế bớt việc đi vay nước ngoài và theo đó làm giảm sai lệch về tiền tệ do những biến động có liên quan đến tỷ giá hối đoái. Bên cạnh đó, phát hành các trái phiếu dài hạn sẽ kéo dài thời gian đáo hạn của các khoản nợ ở các công ty phi tài chính, rút ngắn sai lệch về thời hạn. Ngay cả với bản thân các ngân hàng, việc phát hành trái phiếu dài hạn cũng có thể giúp giảm nhẹ sai lệch về thời hạn do nó tạo ra nguồn vốn dài hạn đáp ứng nhu cầu cho vay dài hạn, ngân hàng không còn phải dựa vào nguồn vốn huy động duy nhất là các khoản tiền gửi ngắn hạn hay không kỳ hạn.

Cuối cùng, thị trường trái phiếu công ty giúp giảm chi phí vay vốn bằng cách tránh một khoản bù cho tính thanh khoản.

Các khoản cho vay mà ngân hàng thực hiện đối với doanh nghiệp là những khoản đầu tư không có tính thanh khoản, tức là không có khả năng chuyển đổi thành tiền mặt một cách nhanh chóng. Khi ngân hàng cung cấp tín dụng cho khách hàng, ngân hàng phải chờ đến khi khoản cho vay đáo hạn mới thu hồi lại được số vốn của mình. Việc “bán” lại món cho vay cho ngân hàng khác đôi khi cũng có thể thực hiện được nhưng rất khó khăn mà nguyên nhân chủ yếu là do vấn đề thông tin. Mỗi quyết định cho vay của một ngân hàng được đưa ra trên cơ sở xem xét và phân tích những thông tin mà ngân hàng đó thu thập được liên quan đến khách hàng. Về nguyên tắc, chỉ khi nào các kết luận của quá trình phân tích cho thấy doanh nghiệp – khách hàng vay có độ tín nhiệm cao, có khả năng hoàn trả vốn vay ban đầu và các khoản lãi vay phát sinh, ngân hàng mới chấp nhận một đề nghị vay, đây là nguyên tắc chung được áp dụng phổ biến trong hoạt động cho vay của các ngân hàng thương mại. Song, những thông tin này chỉ có ngân hàng, hay chính xác hơn là những nhân viên tín dụng của ngân hàng cho vay mới nắm được. Vì vậy, khi ngân hàng cho vay ban đầu “bán” lại một món vay trên thị trường, đối với các ngân hàng khác, món vay này có thể coi là một khoản đầu tư không hề có thông tin, trừ khi họ chấp nhận gánh chịu chi phí để

tìm hiểu những dữ liệu cần thiết về món vay hay khách hàng vay đó. Bởi thế, rất khó có ngân hàng nào chấp nhận mua lại một khoản nợ như vậy vì họ không biết chắc họ có thể thu hồi được số vốn của mình hay không.

Với thị trường trái phiếu công ty, khả năng xảy ra khó khăn khi bán lại trái phiếu thấp hơn nhiều, đặc biệt là trong trường hợp trái phiếu công ty được phát hành ra công chúng và niêm yết tại sở giao dịch. Nói cách khác tính thanh khoản của trái phiếu cao hơn nhiều so với các món vay. Xét trên tổng thể nền kinh tế, sự xuất hiện của thị trường trái phiếu công ty giúp làm giảm bớt chi phí vay vốn do giảm được khoản chi phí bù đắp cho tính thanh khoản.

1.2.2 - Đối với các doanh nghiệp

Như đã đề cập ở phần trên, thị trường trái phiếu công ty đem lại cho các doanh nghiệp thêm một cơ hội lựa chọn để huy động đủ số vốn cần thiết cho hoạt động kinh doanh. Doanh nghiệp có thể thông qua thị trường trái phiếu công ty để huy động vốn từ đông đảo công chúng đầu tư với thời hạn vay hết sức phong phú, đặc biệt là thích hợp với những dự án đầu tư trung dài hạn, với chi phí đi vay thấp hơn so với các khoản vay ngân hàng.

Đối với các doanh nghiệp nói chung, đôi khi việc đầu tư vào một dự án nào đó đòi hỏi phải bỏ ra một lượng vốn khá lớn mà sau một thời gian dài mới có thể thu hồi lại được. Trong khi đó, do những hạn chế nhất định, các ngân hàng thương mại chỉ có thể cung cấp tín dụng cho doanh nghiệp theo những thời hạn tương đối ngắn, thường những khoản vay này chỉ đáp ứng được nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp cũng có thể tìm kiếm các khoản tín dụng trung dài hạn ở các ngân hàng đầu tư phát triển, song để đạt được điều này doanh nghiệp còn phải thỏa mãn những điều kiện nhất định. Thị trường trái phiếu công ty sẽ tạo điều kiện cho doanh nghiệp được tiếp cận với những nguồn vốn dài hạn (có thể tới 10 năm, 20 năm), từ đó thực hiện được những dự án và kế hoạch của mình.

Vấn đề khó khăn đối với các doanh nghiệp muốn tham gia thị trường trái phiếu với tư cách của tổ chức phát hành là công ty đó phải tỏ ra đáng tin cậy đối với nhà

đầu tư. Vì việc mua trái phiếu của một công ty cũng chính là một hình thức cho vay đối với công ty đó, không có nhà đầu tư nào sẵn sàng đem tài sản của mình, hay nói chính xác là bỏ tiền của mình, cho người khác mượn (vay) để sử dụng nếu họ không tin tưởng rằng mình sẽ được nhận lại, ít nhất là nguyên vẹn, tài sản – số tiền đã bỏ ra ban đầu; đó là chưa nói đến việc người đầu tư đòi hỏi phải có một khoản lãi từ việc “cho mượn” số tiền đó. Để chứng tỏ khả năng hoàn trả lại không chỉ vốn gốc mà cả tiền lãi cho người đầu tư, công ty có nhu cầu phát hành trái phiếu phải đạt đến một mức độ nhất định về quy mô và hiệu quả kinh doanh, các yếu tố này được thể hiện một cách rõ ràng và cụ thể nhất trên các báo cáo tài chính, đặc biệt là bảng tổng kết tài sản và báo cáo kết quả kinh doanh. Điều này có ý nghĩa đặc biệt quan trọng, có thể nói là không thể thiếu được đối với những doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu ra công chúng một cách rộng rãi và niềm yết trái phiếu của mình trên sở giao dịch chứng khoán, vì khi đó họ trở thành đối tượng của những quy định khắt khe về việc công bố thông tin. Chính đòi hỏi này đặt ra yêu cầu đối với các doanh nghiệp phải không ngừng củng cố bộ máy tổ chức và quản lý, nâng cao tính cạnh tranh và hiệu quả kinh doanh, nâng cao mức độ tín nhiệm đối với những người đầu tư – người cho vay tiềm năng. Đây cũng có thể coi là một mặt tác động tuy mang tính gián tiếp của thị trường trái phiếu công ty nhưng có ý nghĩa rất tích cực đối với hoạt động và sự phát triển của các doanh nghiệp nói riêng và của nền kinh tế nói chung.

1.2.3 - Đối với người đầu tư

Thị trường trái phiếu công ty còn là nơi cung cấp các sản phẩm đầu tư dài hạn cho các khoản tiết kiệm dài hạn. Theo cấu trúc thời hạn của lãi suất, những khoản đầu tư có thời hạn càng dài thì lãi suất yêu cầu đối với nó càng cao và ngược lại, thời hạn đầu tư càng ngắn thì lãi suất yêu cầu càng thấp. Xét một cách tương đối trong tất cả các loại hình đầu tư, gửi tiền vào ngân hàng dường như là cách an toàn nhất đối với những người đã tích lũy được một số tiền tiết kiệm nhất định. Tuy nhiên, các khoản tiền gửi ngân hàng thường chỉ áp dụng những thời hạn tương đối ngắn, vì vậy lãi suất mà chúng mang lại cho người gửi tiền thấp hơn so với các tài sản tài chính

khác. Mua cổ phiếu cũng là một cách đầu tư dài hạn (chỉ trong trường hợp người đầu tư nắm giữ cổ phiếu với mục đích trở thành chủ sở hữu của công ty phát hành) nhưng độ rủi ro của công cụ này nói chung là khá cao. Trên lý thuyết, mua cổ phiếu là hình thức đầu tư không có thời gian đáo hạn, người đầu tư cổ phiếu chỉ được nhận lại số vốn góp ban đầu của mình khi công ty kết thúc thời gian hoạt động được pháp luật cho phép hoặc tuyên bố phá sản. Đối với những người muốn kiếm được một khoản thu nhập không quá thấp và lại chưa có nhu cầu sử dụng đến số tiền tiết kiệm của mình trong thời gian trước mắt, trái phiếu nói chung và trái phiếu công ty nói riêng có thể là một giải pháp đầu tư tốt và phù hợp. Bằng cách mua và nắm giữ những trái phiếu với thời gian đáo hạn rất đa dạng, người đầu tư có thể thu hồi lại số vốn của mình sau một thời kỳ 3 năm, 5 năm, 10 năm, 15 năm hay 20 năm ...

Bên cạnh đó, nếu thị trường trái phiếu công ty đem lại cho các doanh nghiệp thêm một khả năng lựa chọn phương thức huy động vốn thì nó cũng tạo cho các nhà đầu tư cơ hội đa dạng hóa các loại tài sản trên danh mục đầu tư của mình. Đối với người đầu tư, trái phiếu công ty là một loại công cụ có độ an toàn cao hơn so với cổ phiếu. Do bởi, trái phiếu bao giờ cũng có một thời hạn nhất định và sau thời hạn đó người đầu tư sẽ được nhận lại phần vốn ban đầu của mình. Đặc điểm này khiến cho việc đầu tư trái phiếu có tính “xác định” tương đối so với đầu tư cổ phiếu (người mua cổ phiếu chỉ được nhận lại số vốn góp của mình trong trường hợp công ty bị phá sản hoặc chấm dứt thời gian hoạt động được phép, tất nhiên là không kể trường hợp họ bán lại cổ phiếu đó cho người khác). Một đặc điểm nữa là khi mua trái phiếu công ty, người đầu tư trở thành chủ nợ của công ty phát hành trái phiếu. Vì vậy, không giống như các cổ đông chỉ được nhận cổ tức trong trường hợp công ty kinh doanh có lãi, khoản lãi trái phiếu được tính là một khoản mục chi phí (chi phí hoạt động tài chính) mà công ty phải thực hiện cho dù tình trạng kinh doanh hiện thời như thế nào. Việc công ty không thanh toán được khoản lãi trái phiếu có thể sẽ đồng nghĩa với việc công ty rơi vào tình trạng phá sản. Trong trường hợp đó, các trái chủ – chủ nợ của công ty vẫn được quyền nhận lại phần vốn của mình trước các cổ đông và nguồn

được lấy để trả cho họ chính là số tiền thu được từ việc thanh lý các tài sản của công ty.

Như vậy, đối với những người không muốn chấp nhận rủi ro, không muốn mạo hiểm số vốn của mình trong tình hình kinh doanh khó dự đoán chắc chắn khả năng sinh lợi, thị trường trái phiếu công ty có thể là một địa chỉ đáng để xem xét trong quá trình đầu tư.

1.3 – Thị trường trái phiếu công ty ở các nước đang phát triển

Nền kinh tế của các nước đang phát triển có đặc điểm là tổng sản phẩm quốc dân nói chung còn thấp trong khi dân số lại ở mức tương đối cao, thậm chí là rất cao, do đó thu nhập bình quân đầu người ở tình trạng khá thấp và mức tích lũy của cải không cao, các doanh nghiệp phần lớn đều hoạt động với quy mô vừa và nhỏ. Những đặc điểm như vậy là nguyên nhân dẫn đến một thực tế ở các nước này : thị trường vốn nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng còn ở tình trạng kém phát triển, thậm chí ở nhiều nơi, chúng vẫn còn ở dạng sơ khai; ngược lại, hệ thống ngân hàng lại chiếm một vị trí nổi bật và có thể nói nó là chỗ dựa cho toàn bộ nền kinh tế. Đặc điểm của nền kinh tế có tác động rất lớn nếu không nói là mang tính quyết định đối với sự hình thành và phát triển của thị trường trái phiếu công ty, vì chúng ảnh hưởng đến quan điểm và quyết định lựa chọn của các doanh nghiệp trước hai phương thức huy động vốn nợ là vay ngân hàng và phát hành trái phiếu.

1.3.1 – Các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định việc lựa chọn công cụ tài chính

Khi doanh nghiệp có nhu cầu huy động vốn nợ thường cân nhắc lựa chọn một trong hai công cụ là tín dụng ngân hàng và trái phiếu công ty, cũng như khi những người có tiền nhàn rỗi phải cân nhắc giữa gửi tiền ngân hàng và trái phiếu công ty, để doanh nghiệp và người có tiền nhàn rỗi có quyết định đúng đắn phụ thuộc vào ba nhân tố :

1.3.1.1 – Bất cân xứng thông tin trên thị trường tài chính

Mức độ nghiêm trọng của sự bất cân xứng thông tin giữa những người đi vay cuối cùng (chính là các doanh nghiệp) và những người cho vay cuối cùng (thường là

người có tiền nhàn rỗi), tức là những người tham gia thị trường không có được những thông tin cần thiết về bên kia để làm cơ sở cho việc đưa ra quyết định đúng đắn.

Sự khác biệt chủ yếu giữa việc đi vay ngân hàng và phát hành trái phiếu nằm ở cách thức mà mỗi hệ thống tài trợ nợ này sử dụng để làm giảm nhẹ vấn đề không cân xứng về thông tin giữa doanh nghiệp và người cho vay cuối cùng. Khi sự không cân xứng về thông tin ở mức độ nghiêm trọng, các thị trường tài chính thường phải đối mặt với một thực trạng là những người cho vay không thể biết rõ được về mức độ rủi ro, mức độ tín nhiệm, các dòng lợi nhuận, các cơ hội đầu tư, sự tận tâm trong quá trình sử dụng những đồng vốn vay của người đi vay. Trong hoàn cảnh đó, sự bất cân xứng thông tin sẽ làm nảy sinh các khó khăn :

✘ Việc lựa chọn đối nghịch : hiện tượng này xảy ra trước khi diễn ra giao dịch, hàm ý là người đi vay có nhiều khả năng tạo ra một kết cục không mong muốn nhất (tức là có thể không trả được nợ), thường lại là những người tích cực tìm vay nhất và có nhiều khả năng lựa chọn nhất, nhưng người cho vay có thể quyết định không cho vay, tránh phải đưa ra những quyết định sai lầm . Để giảm bớt khó khăn này và không bỏ lỡ cơ hội cho vay sinh lời , đòi hỏi phải có sự kiểm tra, giám sát trước khi cho vay;

✘ Rủi ro đạo đức xảy ra : hiện tượng này thường xảy ra sau khi giao dịch đã diễn ra, khi người cho vay phải đối mặt với rủi ro là người vay có ý muốn thực hiện những hành động “không tốt” dẫn đến khoản vay có khả năng không được hoàn trả. Để khắc phục tình trạng này, người cho vay phải duy trì sự giám sát định kỳ đối với người đi vay trong suốt thời gian vay và sử dụng vốn vay.

✘ Vấn đề thanh khoản : đòi hỏi phải có sự kiểm soát sao cho có thể phân biệt giữa các công ty có triển vọng với các công ty không có triển vọng phát triển trong thời kỳ khó khăn về tài chính để thấy được khả năng trả nợ của các công ty này.

Cả ba vấn đề nêu trên có thể dẫn đến hậu quả là bỏ lỡ việc đầu tư vào những dự án tốt và có mức sinh lời cao trong nền kinh tế, thực hiện đầu tư vào những dự án không tốt, người đi vay hoạt động kém hiệu quả. Việc giải quyết, khắc phục những

vấn đề này lại không dễ dàng vì chi phí thu thập thông tin và giám sát rất cao, đặc biệt là đối với những người cho vay cá nhân. Do đó, xuất hiện một bên thứ ba – một tổ chức trung gian đứng ra thực hiện tất cả những công việc trên thay cho những người cho vay cuối cùng, đó cũng chính là vai trò của các tổ chức tài chính trung gian

Tuy nhiên, các ngân hàng thương mại hành động như những trung gian thị trường và góp phần làm giảm sự không cân xứng về thông tin giữa các công ty đi vay và các ngân hàng thương mại, chứ không phải là giữa các công ty đi vay và những người gửi tiền (người cho vay cuối cùng), bằng cách thu thập những thông tin nội bộ từ các công ty đi vay và giám sát chúng một cách thận trọng qua các giao dịch diễn ra lặp đi lặp lại nhiều lần cùng với sự hình thành các mối quan hệ lâu dài và tin tưởng. Thông tin được tổng hợp và lưu giữ cụ thể cho từng công ty vay (khách hàng của ngân hàng) và ngân hàng cho vay là người duy nhất biết được các thông tin đó. Những người gửi tiền vào ngân hàng thực chất là người cho vay cuối cùng nhưng chỉ có thể trông đợi các ngân hàng cung cấp các dịch vụ tốt nhất, tính thanh khoản cao và lãi suất cao đối với khoản tiền gửi, song họ cũng không còn phải đối mặt trực tiếp với rủi ro.

Trong trường hợp thị trường trái phiếu công ty, vấn đề người uỷ thác không còn quá quan trọng vì thị trường đảm bảo rằng các nhà đầu tư (người cho vay cuối cùng) đều nhận được các thông tin đáng tin cậy và kịp thời về người đi vay (tổ chức phát hành trái phiếu), đồng thời chính công chúng đầu tư phải chịu rủi ro gắn với các quyết định đầu tư của họ, bù lại mức sinh lời mà họ có được thường cao hơn lãi tiền gửi ngân hàng. Do công chúng đầu tư là một lực lượng đông đảo, đa dạng và phân tán nên thông tin về các công ty phát hành phải được chuẩn hóa và công bố công khai, rộng rãi sao cho mọi cá nhân đều có thể dễ dàng nắm bắt được những đặc trưng của các công ty dựa trên lãi suất coupon, mức bù rủi ro, độ dài thời gian đáo hạn của trái phiếu.

Có thể nói, các ngân hàng đầu tư đóng vai trò quan trọng như các trung gian thị trường, góp phần giảm nhẹ vấn đề không cân xứng về thông tin giữa các công ty phát

hành và công chúng đầu tư bằng cách thiết kế các điều khoản của trái phiếu công ty theo cách mà những người đầu tư cuối cùng cũng có thể mua được những trái phiếu mới phát hành, chuẩn bị bản cáo bạch cho các công ty phát hành và xúc tiến bán chứng khoán, vì có nhiều nhà đầu tư cùng tham gia vào hoạt động thị trường, gánh nặng rủi ro được san sẻ giữa họ và do đó việc tài trợ dài hạn cho các dự án rủi ro trở nên hoàn toàn có thể thực hiện được. Vấn đề ở đây là sự bất cân xứng thông tin quá lớn khiến cho các cá nhân có nhu cầu đầu tư không đủ tự tin để đưa ra quyết định đầu tư trực tiếp, tức là mua các công cụ đầu tư như trái phiếu, họ sẽ phải tìm đến người ủy thác (ngân hàng) để gửi gắm tài sản của mình. Như vậy trái phiếu công ty có thể không được ưa thích bằng việc gửi tiền vào ngân hàng và do đó thị trường trái phiếu công ty cũng khó có điều kiện phát triển.

1.3.1.2 – Trình độ phát triển của nền kinh tế

Một thực tế là ở các nước đang phát triển, nơi mà thu nhập và mức tích lũy tài sản còn thấp, người dân còn xa lạ với các công cụ đầu tư hiện đại trên thị trường chứng khoán, nhiều cá nhân thích chuyển các khoản tiền tiết kiệm của họ thành khoản tiền gửi ngân hàng có thời gian đầu tư ngắn hạn hơn. Bên cạnh đó, ngành công nghiệp bảo hiểm và các quỹ hưu trí chưa phát triển, các doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm tỷ lệ cao trong nền kinh tế vốn là đối tượng dễ dàng tiếp cận khoản cho vay của ngân hàng, trong khi việc tài trợ nợ bằng phát hành trái phiếu chủ yếu chỉ thực hiện được với các doanh nghiệp lớn và có danh tiếng. Điều này cho thấy rằng hệ thống ngân hàng có thể thống trị trong hệ thống tài chính ở giai đoạn đầu phát triển kinh tế vì số lượng doanh nghiệp lớn, có danh tiếng có thể phát hành trái phiếu với chi phí hợp lý còn hạn chế.

Trái lại, thị trường trái phiếu có thể phát triển dễ dàng hơn ở các nước phát triển có thu nhập cao, nơi mà tài sản đã được tích lũy ở mức độ đáng kể. Nguyên nhân là bởi nhà đầu tư cá nhân, những người nắm giữ những khoản tiết kiệm dồi dào và các nhà đầu tư có tổ chức như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí đều có nhu cầu đầu tư trái phiếu công ty nhằm đa dạng hóa danh mục tài sản của họ. Hơn nữa, ở các nước

này có khá nhiều công ty có quy mô lớn và có danh tiếng nên có thể phát hành trái phiếu đều đặn trên thị trường với khối lượng lớn.

Trình độ phát triển của nền kinh tế còn thể hiện ở mức độ bất cân xứng thông tin giữa người đi vay và người cho vay cuối cùng tương đối thấp, vì các thông tin về nhiều công ty lớn danh tiếng đều được chuẩn hóa và công bố rộng rãi do cơ sở hạ tầng về thông tin và pháp luật phát triển. Do vậy, thị trường trái phiếu công ty ở các nước đang phát triển còn gặp nhiều khó khăn.

1.3.1.3 – Sự phát triển của cơ sở hạ tầng về thông tin, pháp luật và bộ máy tư pháp.

Mục tiêu chính của hệ thống quản lý ngân hàng là hạn chế việc các ngân hàng chấp nhận rủi ro một cách quá mức, từ đó ngăn chặn các cuộc khủng hoảng ngân hàng mang tính hệ thống, . Để đạt được điều này, các nhà quản lý xây dựng nên các quy định liên quan đến ngân hàng có tính chất cưỡng chế thực thi, các quy định này xác định phạm vi và loại hình kinh doanh mà các ngân hàng được phép thực hiện và đưa ra những tiêu chí cho việc gia nhập ngành. Bên cạnh đó, các nhà quản lý còn đặt ra những quy chế thận trọng đối với các ngân hàng thương mại, bao gồm các yêu cầu về số vốn đầy đủ, hạn chế sự tham gia các giao dịch ngoại hối rủi ro, hạn chế sự tập trung tín dụng, các quy tắc về kế toán, kiểm toán và công bố thông tin. Hơn nữa, hệ thống bảo hiểm tiền gửi được xây dựng tốt có mục đích hạn chế cơ hội xảy ra các cuộc khủng hoảng ngân hàng mang tính hệ thống và bảo vệ người gửi tiền, trong khi vẫn giảm thiểu rắc rối do rủi ro đạo đức mang lại.

Trái lại, mục tiêu chính của hệ thống quản lý trên thị trường chứng khoán là đảm bảo niềm tin cho công chúng tham gia các thị trường, trong đó có thị trường trái phiếu công ty, bằng cách thúc đẩy sự cung cấp thông tin đáng tin cậy về các công ty phát hành cho công chúng đầu tư. Điều này có thể đạt được bằng cách áp dụng luật chứng khoán nghiêm khắc và có tính cưỡng chế quy định chi tiết việc công bố thông tin đáng tin cậy, áp dụng chế độ xử phạt đối với các kế toán viên, kiểm toán viên, các ngân hàng đầu tư vì công bố thông tin sai, cấm giao dịch nội gián và lũng đoạn

thị trường. Các quy tắc kế toán, kiểm toán và công bố thông tin đúng đắn cần phải được áp đặt đối với các công ty phát hành. Ngoài ra, sự tham gia của các tổ chức định mức tín nhiệm và các tổ chức sản xuất cung cấp thông tin khác cũng rất cần thiết. Do đó, thị trường chỉ giành được niềm tin của người đầu tư nếu thông tin là đáng tin cậy và công chúng đầu tư được bảo vệ bởi cơ sở hạ tầng về pháp lý và bộ máy tư pháp hoàn thiện quản lý, giám sát các tổ chức phát hành và các tổ chức bảo lãnh, thông qua một cơ chế cưỡng chế mạnh.

Các ngân hàng thương mại có thể vẫn hoạt động tích cực trong một môi trường mà các quy định về kế toán, kiểm toán và công bố thông tin áp đặt lên bản thân các thành viên của hệ thống ngân hàng là không đầy đủ, chừng nào ngân hàng có đủ động lực để xử lý thông tin và giám sát các khách hàng vay và miễn là các quyền của người cho vay liên quan đến ngân hàng thương mại đã rõ ràng. Điều này giải thích cho vai trò nổi bật của hệ thống ngân hàng ở các nước đang phát triển, nơi mà khung pháp lý còn khá yếu kém và lỏng lẻo.

Tự chung lại, để thị trường trái phiếu công ty phát triển đòi hỏi phải có một quá trình tích lũy của cải nhất định của nền kinh tế nói chung cũng như của các doanh nghiệp và các cá nhân nói riêng, đồng thời phải có các điều kiện đồng bộ khác. Do vậy, việc phát triển thị trường trái phiếu công ty ở các nước đang phát triển không thể đạt được một cách dễ dàng, nhanh chóng mà cần phải có một khoảng thời gian đủ dài để nền kinh tế chuẩn bị đầy đủ các yếu tố liên quan.

1.3.2 – Mối quan hệ giữa thị trường trái phiếu công ty và hệ thống ngân hàng

Sau những gì đã xảy ra với các nước đang phát triển ở khu vực châu Á trong cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ cuối thập kỷ 90 của thế kỷ hai mươi, vấn đề phát triển thị trường trái phiếu công ty càng được đặt ra cấp bách hơn lúc nào hết. Sự phụ thuộc vào các ngân hàng đã gây ra rất nhiều khó khăn cho các nước này khi những trục trặc xuất hiện trong hệ thống ngân hàng, hậu quả rõ ràng nhất gây ra bởi vai trò chi phối của các ngân hàng trong việc tài trợ vốn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế là hiện tượng hai sai lệch ghép đồng thời xảy ra ở nhiều nước châu Á, đó

là sai lệch về thời hạn (khi các ngân hàng dùng những khoản tiền gửi ngắn hạn làm nguồn cung cấp cho những nhu cầu tín dụng dài hạn) và sai lệch về tiền tệ (do ngân hàng sử dụng quá nhiều nguồn tiền vay nước ngoài để cho vay trong nước nên dễ bị ảnh hưởng khi có những biến động về tỷ giá hối đoái)

Để hạn chế đến mức tối đa những hậu quả bất lợi do các sai lệch ghép này mang lại, một trong những giải pháp quan trọng được đưa ra là phát triển một thị trường trái phiếu toàn diện. Tuy nhiên, vai trò của hệ thống ngân hàng không thể bị phủ nhận bởi chính các ngân hàng cũng có những đóng góp nhất định vào sự phát triển này. Các ngân hàng không chỉ là người cung cấp các dịch vụ ngân hàng truyền thống như nhận tiền gửi, cung cấp tín dụng, mà còn có thể là những tổ chức phát hành, những nhà bảo lãnh phát hành, nhà đầu tư và bảo đảm cho trái phiếu phát hành trên thị trường. Chính vì vậy, điều quan trọng trong chính sách phát triển thị trường là cần phải tạo được sự cân đối giữa thị trường trái phiếu công ty và hệ thống ngân hàng ở vị trí là những nguồn cung cấp vốn cho các doanh nghiệp dưới dạng nợ vay. Phát triển thị trường trái phiếu công ty không phải là một công việc có thể hoàn thành nhanh chóng mà nó thực sự là một quá trình đòi hỏi không ít thời gian, và trong giai đoạn đầu, khi thị trường trái phiếu công ty còn ở tình trạng chưa hoàn thiện, hệ thống ngân hàng tại các nước đang phát triển vẫn đóng một vai trò đáng kể.

Có thể tóm tắt những vấn đề chủ yếu về mặt chính sách đối với việc phát triển thị trường trái phiếu công ty ở các nước đang phát triển như sau :

- Hệ thống tài chính nói chung và thị trường trái phiếu chính phủ nói riêng cần phải đạt đến một mức độ phát triển nhất định trước khi phát triển thị trường trái phiếu công ty, đặc biệt trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển kinh tế. Vì vậy, việc phát triển thị trường trái phiếu công ty có thể đề cập đến ở giai đoạn muộn hơn một chút, nhưng phải được ưu tiên đưa vào quá trình phát triển chung của thị trường tài chính, nó cần phải được diễn ra kịp thời với sự phát triển của hệ thống ngân hàng thương mại và thị trường trái phiếu chính phủ.

- Thị trường trái phiếu công ty có thể thay thế một phần thị trường cho vay của ngân hàng, và hoàn toàn có khả năng giảm nhẹ bớt gánh nặng cho vay của hệ thống ngân hàng. Do đó, sự phát triển thị trường trái phiếu công ty phải được thực hiện cùng với việc tái cơ cấu lại hệ thống ngân hàng. Cần có cơ chế khuyến khích để làm giảm bớt sự phản đối từ phía khu vực ngân hàng thương mại chống lại sự phát triển nhanh chóng của thị trường trái phiếu công ty.

- Vai trò của thị trường trái phiếu công ty sẽ ngày càng tăng lên trong quá trình phát triển kinh tế, tình trạng kém phát triển của thị trường trái phiếu công ty ở quốc gia đang phát triển có thể đặt chính quá trình phát triển kinh tế của nước đó trước những rủi ro trong môi trường kinh tế mở.

❖ **Kết luận chương I :**

Việc huy động vốn bằng phát hành trái phiếu, nếu thực hiện được, sẽ rất có lợi cho cả doanh nghiệp lẫn nhà đầu tư. Cụ thể là, đối với doanh nghiệp, phát hành trái phiếu đảm bảo cho họ được sử dụng một nguồn vốn ổn định và dài hạn (tối thiểu cũng khoảng 5 năm), trong khi kỳ hạn thông thường nếu đi vay ngân hàng là không quá 1 năm. Mặc dù trong một số dự án đặc biệt, ngân hàng thương mại cũng có thể cho doanh nghiệp vay với thời hạn dài hơn, nhưng với các dự án lớn, ngân hàng lại bị giới hạn đầu tư (không quá 15% vốn tự có vào một doanh nghiệp)

Trường hợp doanh nghiệp cần vốn, nhưng ngại phát hành cổ phiếu rộng rãi do sợ bị thao túng bởi cổ đông bên ngoài, hoặc doanh nghiệp có dự án tốt nhưng không muốn phát hành cổ phiếu, bởi không muốn công lao của mình bị chia đều cho các nhà đầu tư khi phải trả cổ tức cao theo hiệu quả kinh doanh ..., thì phát hành trái phiếu để huy động vốn có thể coi là một giải pháp tối ưu. Doanh nghiệp không sợ bị thao túng mà lợi tức chia sẻ cũng chỉ hạn chế trong phạm vi lãi suất trái phiếu khi phát hành.

Về phía nhà đầu tư, việc đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp cũng có những lợi thế, như là trái phiếu doanh nghiệp thường có lãi suất cao so với trái phiếu chính phủ, rủi ro đầu tư trái phiếu thấp hơn so với cổ phiếu do quyền lợi của trái chủ được đảm

bảo trước các cổ đông; So với các khoản tiền gửi tiết kiệm, hình thức đầu tư trái phiếu doanh nghiệp đa dạng hơn, có tính thanh khoản cao hơn.

Tuy nhiên, thực tế ở Việt Nam hiện nay, cả doanh nghiệp và nhà đầu tư đều không mấy quan tâm đến trái phiếu doanh nghiệp, dẫn đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp kém phát triển. Nguyên nhân của thực trạng này được tác giả phân tích ở chương II.



CHƯƠNG 2:

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

II.1 - Thị trường tài chính Việt Nam

II.1.1 – Bối cảnh kinh tế

Sau gần hai mươi năm thực hiện công cuộc cải cách (1986 – 2006), nền kinh tế Việt Nam đã đạt được những thành tựu nhất định, tốc độ tăng trưởng kinh tế ở mức tương đối cao so với nhiều quốc gia trong khu vực và được chi nhánh nghiên cứu Economist Intelligence Unit của tạp chí The Economist dự báo trong giai đoạn 2006 – 2010, nền kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng với chỉ tiêu tổng sản phẩm quốc nội (GDP) hàng năm khoảng 7%, cao thứ hai ở châu Á, chỉ sau Trung Quốc. Tăng trưởng kinh tế đã đóng góp vào việc giảm đáng kể tình trạng nghèo cùng cực cùng những tiến bộ không ngừng tiến tới đạt được các mục tiêu phát triển thiên niên kỷ, thể hiện qua chỉ số phát triển con người (HDI) của Việt Nam tiếp tục được cải thiện, từ 0,583 năm 1985 lên 0,649 năm 1995 và 0,691 trong thời gian gần đây, cho phép Việt Nam duy trì vị trí xếp hạng về phát triển con người ở mức trung bình là 112 trong tổng số 177 nước được xếp hạng.

Các yếu tố đóng vai trò cơ bản trong nền kinh tế là giá cả, tỷ giá và lãi suất tuy vẫn còn những hạn chế nhất định song đã ngày càng có tính thị trường, do thị trường quyết định. Hầu hết hàng hóa, dịch vụ được cung cấp trong nước đều được xác định bởi các lực lượng của thị trường, ngoại trừ một số ngành hàng còn mang tính độc quyền cũng đang trong giai đoạn cải tổ, chuyển hướng phù hợp với điều kiện kinh tế thị trường, chẳng hạn như ngành bưu chính viễn thông.... Về tỷ giá, từ năm 1992 Việt Nam đã áp dụng chính sách neo tiền tệ theo đồng đôla thông qua việc thả nổi có kiểm soát đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ của Việt Nam đã dần nới lỏng sự can thiệp của Ngân hàng trung ương lên thị trường ngoại hối, cho phép đồng Việt Nam (VND) giảm giá so với đồng đôla. Việc thực hiện chính sách tỷ giá hối đoái thả nổi có sự quản lý của Nhà nước đã phần nào giảm

thiếu rủi ro tỷ giá cho nền kinh tế đang trong quá trình hội nhập, tỷ giá của đồng Việt Nam so với ngoại tệ từ chỗ do Ngân hàng nhà nước xác định theo ngành hàng khác nhau và có tính cố định nên chênh lệch khá xa so với giá thị trường, đến nay được hình thành hàng ngày do thị trường liên ngân hàng xác định với mức biên độ dao động được quy định là $\pm 0,25$. Đối với việc xác định lãi suất, cơ chế do Nhà nước quy định trước đây đã được chuyển sang cơ chế lãi suất dương, đến quy định lãi suất trần cho vay và hiện nay đang thực hiện cơ chế lãi suất cơ bản với biên độ dao động nhất định, điều hành chung của Ngân hàng nhà nước là làm sao, xét về tổng thể thì lãi suất ngân hàng phải mang tính thực dương, cao hơn tốc độ lạm phát, trượt giá thì mới giữ được ổn định vĩ mô.

Song song những bước chuyển biến tích cực trong nước, Việt Nam cũng không đứng ngoài xu thế chung của toàn thế giới - xu thế hội nhập kinh tế - thông qua những hành động cụ thể như cam kết thực hiện các tiến trình của Khu vực thương mại tự do Asean (AFTA), gia nhập Tổ chức hợp tác kinh tế châu Á - Thái Bình Dương, ký Hiệp định Thương mại Việt - Mỹ, hoàn thành 12 vòng đàm phán đa phương và kết thúc đàm phán song phương với 28 đối tác cho thấy khả năng gia nhập Tổ chức thương mại thế giới (WTO) đã cận kề. Sự hội nhập này sẽ mang lại cho các doanh nghiệp Việt Nam nói riêng và nền kinh tế Việt Nam nói chung nhiều cơ hội mới, nhưng cũng đặt ra không ít khó khăn thách thức đối với quá trình phát triển.

Những năm đầu thập kỷ 90 của thế kỷ hai mươi là giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ nhất của nền kinh tế Việt Nam kể từ khi bắt đầu công cuộc cải cách. Đặc biệt từ sau khi Luật Khuyến khích đầu tư nước ngoài được ban hành, Việt Nam ngày càng trở thành một điểm đến có sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài, bằng chứng rõ nhất minh họa cho nhận định này là sự tăng lên liên tục của luồng vốn ODA, vốn FDI qua các năm.

Kể từ khi nối lại quan hệ với các nhà tài trợ (tháng 11/1993), Việt Nam đã đón nhận được sự cam kết và viện trợ vốn ODA của nhiều quốc gia và tổ chức quốc tế. Theo số liệu thống kê được công bố tại hội thảo tổng kết 12 năm chính thức tiếp nhận

nguồn vốn ODA, số vốn các nhà tài trợ cam kết viện trợ cho Việt Nam (vốn ODA) từ năm 1993 đến năm 2005 là 33,50 tỷ USD, trong đó số vốn đã giải ngân là 14,831 tỷ USD. Đặc biệt trong 5 năm gần đây, vốn ODA tăng khá đều, năm 2001 đạt 2,4 tỷ USD; năm 2002 là 2,6 tỷ USD; năm 2003 là 2,83 tỷ USD; năm 2004 là 3,4 tỷ USD và năm 2005 khoảng 3,5 tỷ USD. Bên cạnh đó, việc thu hút vốn FDI của Việt Nam được đánh giá là khá thành công, trong giai đoạn 2001-2005, cam kết đầu tư FDI bình quân tại Việt Nam đạt trên 3 tỷ USD/năm, đặc biệt năm 2005 đạt 5,7 tỷ USD và năm 2006 dự kiến đạt trên 6 tỷ USD. Những kết quả này cho thấy sự tin tưởng, đồng tình và ủng hộ của cộng đồng các nhà tài trợ quốc tế đối với công cuộc đổi mới và các chính sách phát triển kinh tế – xã hội của Việt Nam, hơn nữa thể hiện các nhà tài trợ quốc tế đánh giá cao về môi trường phát triển kinh tế – xã hội của nước ta đang ngày càng hấp dẫn, thông thoáng với những tiêu chí của một nền kinh tế thị trường.

Giai đoạn phát triển 5 năm tới (2006 – 2010) được xem là thời kỳ rất quan trọng của công cuộc công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước, đưa nước ta ra khỏi tình trạng kém phát triển, do đó nhiệm vụ đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng và chuyển dịch cơ cấu kinh tế trở thành nhiệm vụ quan trọng hàng đầu, vấn đề nâng cao chất lượng tăng trưởng và năng lực cạnh tranh sẽ càng trở thành những yêu cầu gay gắt, thực hiện nhiệm vụ này đòi hỏi phải có hệ thống đồng bộ các giải pháp. Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn 2006 – 2010 là 8% GDP/năm, cần phải tăng cường đầu tư cơ sở hạ tầng và cần một lượng vốn đến 150 tỷ USD. Trong khi các dự báo cho thấy, cán cân vốn được cải thiện mạnh mẽ do vốn nước ngoài tiếp tục chảy vào khi Việt Nam mở cửa hoạt động thương mại đầu tư, bao gồm vốn ODA, FDI và cả FII (đầu tư gián tiếp), dự báo trong năm 2007, tỷ trọng các nguồn vốn này có thể lên tới 35% tổng đầu tư toàn xã hội so với 30% năm 2006 và khoảng 20% giai đoạn 2001-2005. Như vậy, các nguồn vốn nước ngoài tuy có sự đóng góp đáng kể, nhưng vốn trong nước vẫn được coi là có vị trí quan trọng hàng đầu và chiếm khoảng 2/3 tổng vốn đầu tư.

Mặt khác, vay nợ nước ngoài dù ở bất kỳ hình thức nào cũng có những hạn chế nhất định, thống kê số dư nợ vay nước ngoài hiện nay là 19 tỷ USD, số tiền phải trả hàng năm khoảng 2 tỷ USD và có thể tăng lên 3 tỷ sau vài năm nữa vì thời hạn ưu đãi ba năm đầu chưa phải trả nợ; kế hoạch năm năm (2006 – 2010) vay thêm 17 tỷ USD nữa, tức là mỗi năm mượn thêm 3,4 tỷ USD thì khả năng sau năm năm số nợ nước ngoài sẽ chiếm khoảng 45 – 50% GDP, khi đó nền kinh tế bắt đầu vượt ngưỡng an toàn. (Nguồn :VietNamNet 15/4/2006)

Để hạn chế rủi ro do vay nợ nước ngoài mang lại phải tăng vay nợ trong nước thông qua hệ thống ngân hàng, việc này dễ tạo ra sai lệch kép, vì hầu hết các khoản huy động của ngân hàng là ngắn hạn, 80% khoản vay ngắn hạn dưới một năm thì không thể sử dụng cho các khoản đầu tư dài hạn, thế nhưng hiện nay khoản vay đó đang chiếm 40% trong tổng vốn đầu tư dài hạn, đây sẽ là rủi ro cho ngân hàng và cả thị trường tài chính quốc gia. Do vậy, phát triển thị trường trái phiếu huy động vốn trung dài hạn phục vụ cho nhu cầu phát triển là giải pháp nhằm giảm gánh nặng cho ngành ngân hàng.

Trong bối cảnh đó, Đảng và Nhà nước đã có chủ trương tiếp tục cải thiện môi trường đầu tư theo hướng thông thoáng, mở cửa thị trường theo các cam kết quốc tế, đặc biệt là hoàn thiện hệ thống pháp luật phù hợp với thông lệ quốc tế, tạo sự bình đẳng giữa tất cả các doanh nghiệp trong và ngoài nước. Bằng chứng là vừa qua, Quốc hội đã ban hành các dự luật quan trọng có ảnh hưởng nhất định đến sự phát triển của nền kinh tế đất nước, như Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư có hiệu lực thi hành từ ngày 1/7/2006, Luật chứng khoán hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2007.

Với môi trường pháp lý ngày càng hoàn thiện, không những thu hút các nguồn vốn nước ngoài mà còn đa dạng hóa các kênh huy động vốn trong nước, thay thế dần thói quen huy động vốn qua hệ thống ngân hàng bằng việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Thực tế thời gian qua, sự cởi mở của Luật Doanh nghiệp năm 1999 đã tạo nền tảng pháp lý cho các doanh nghiệp đa dạng hóa các nguồn vốn huy động, đặc biệt là sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam và việc Trung tâm

giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh chính thức đi vào hoạt động tháng 7/2000, người dân Việt Nam bắt đầu biết đến và làm quen dần với một hình thức đầu tư mới : đầu tư chứng khoán. Đồng thời, sự xuất hiện của thị trường này cũng mở thêm một kênh huy động vốn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Như vậy, bên cạnh hình thức vay vốn của các ngân hàng, doanh nghiệp có thể tiến hành thu hút nguồn vốn trực tiếp từ đông đảo dân chúng thông qua phát hành cổ phiếu, trái phiếu trên thị trường chứng khoán.

II.1.2 – Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam

Tính đến nay, hệ thống tài chính Việt Nam đã có bước chuyển từ hành chính, bao cấp sang vận hành theo cơ chế thị trường, cụ thể nước ta đã có nhiều cải cách về hệ thống thuế, đổi mới hệ thống ngân hàng và tiền tệ, phát triển thị trường bảo hiểm, xây dựng thị trường chứng khoán... có thể nói đến nay nước ta đã có một cấu trúc thị trường tài chính khá đầy đủ.

Thị trường tài chính có thể phân chia thành thị trường tiền tệ (là thị trường giao dịch vốn ngắn hạn) và thị trường vốn trong đó có thị trường chứng khoán (là thị trường giao dịch vốn trung và dài hạn). Trong công cuộc đổi mới nền kinh tế, chuyển sang phát triển theo cơ chế kinh tế thị trường, nhanh chóng hội nhập khu vực và quốc tế, Đảng và Chính phủ đã chú trọng phát triển cả hai loại thị trường với những kết quả được ghi nhận như sau :

❖ Thị trường tiền tệ

Thực tế hiện nay, thành viên tham gia thị trường tiền tệ có 5 ngân hàng thương mại (NHTM) Nhà nước, Ngân hàng chính sách xã hội, 36 NHTM cổ phần, 4 ngân hàng liên doanh, 27 chi nhánh Ngân hàng nước ngoài, Quỹ tín dụng Trung ương, 900 Quỹ tín dụng nhân dân cơ sở, một số công ty bảo hiểm và tái bảo hiểm Tuy nhiên, số lượng thành viên tham gia thị trường liên ngân hàng, thị trường đấu thầu tín phiếu Kho bạc nhà nước, thị trường mở ... còn hạn chế, không phải tất cả tổ chức trên.

Về cơ chế tác động và can thiệp trên thị trường tiền tệ, được thể hiện tập trung ở các công cụ điều hành chính sách tiền tệ và nghiệp vụ Ngân hàng Trung Ương, theo đó dần phù hợp với thông lệ quốc tế. Từ tháng 6/2002, Ngân hàng Nhà nước chuyển sang thực hiện cơ chế điều hành lãi suất cơ bản, bên cạnh việc công bố lãi suất cơ bản hàng tháng, Ngân hàng Nhà nước vẫn quy định lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ Swap, lãi suất thị trường mở, lãi suất thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước, lãi suất huy động vốn và lãi suất cho vay của các tổ chức tín dụng.

Ngoài ra, công cụ dự trữ bắt buộc có tác động đối với lãi suất, cụ thể khi Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, làm ảnh hưởng chi phí đầu vào của các tổ chức tín dụng, buộc họ hoặc tăng lãi suất cho vay giữ nguyên lãi suất huy động; hoặc tăng đồng thời cả lãi suất cho vay lẫn lãi suất huy động vốn. Công cụ điều hành tỷ giá cũng có tác động đến lãi suất của các tổ chức tín dụng trên thị trường tiền tệ nhưng không rõ nét.

Trong điều kiện cạnh tranh mạnh mẽ và sôi động trên thị trường tiền tệ, cụ thể hơn là thị trường tiền gửi và huy động vốn, các tổ chức trung gian tài chính đã đưa ra các sản phẩm và dịch vụ thu hút tiền gửi, huy động vốn rất đa dạng và phong phú, bên cạnh hình thức huy động vốn truyền thống còn có một số dịch vụ như gửi một nơi lĩnh tiền nhiều nơi, tiết kiệm tích lũy, tiết kiệm gắn với bảo hiểm nhân thọ... Tuy nhiên, thị trường tiền gửi và huy động vốn vẫn chưa thu hút tối đa tiền gửi không kỳ hạn, tiền nhàn rỗi trong dân cư vào hệ thống ngân hàng, đây là nguồn vốn rất lớn và quan trọng, tạo đà phát triển thị trường tiền tệ.

Nhìn chung, thị trường tiền tệ chưa phát triển và ngân hàng Trung Ương (NHTW) chưa thực sự đóng vai trò can thiệp có hiệu quả vào thị trường này. Các loại lãi suất của NHTW như lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu, lãi suất nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước có tác động rõ nét đến thị trường. Các công cụ điều hành chính sách tiền tệ, đặc biệt là công

cụ dự trữ bắt buộc thiếu linh hoạt. Các NHTM và Tổ chức tín dụng cạnh tranh với nhau tăng lãi suất huy động vốn tạo nguy cơ tiềm ẩn rủi ro cho chính các NHTM.

❖ Thị trường vốn

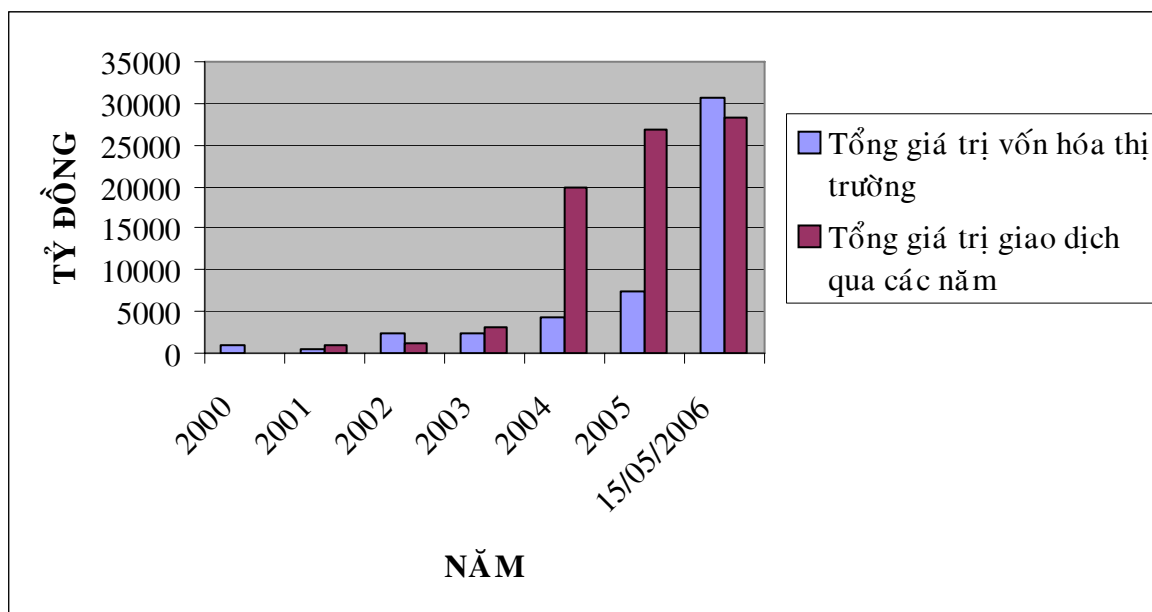
Thị trường vốn trung và dài hạn đang trong tiến trình phát triển. Thị trường chứng khoán, một bộ phận chủ yếu của thị trường vốn, sau 6 năm hoạt động kể từ khi hình thành từ tháng 7/2000, với những giai đoạn thăng trầm, từ lúc phát triển quá nóng sang giai đoạn suy thoái và hiện nay đang ở giai đoạn khởi sắc với những bước phát triển khá mạnh cả về chất và lượng. Có thể điểm qua những thành tựu mà thị trường chứng khoán Việt Nam đã đạt được như sau :

- Về quy mô hoạt động, từ quy mô nhỏ bé ban đầu với hai công ty niêm yết có tổng vốn điều lệ khoảng 270 tỷ đồng, đến nay toàn thị trường có 41 loại cổ phiếu niêm yết và 1 chứng chỉ quỹ (VF1). Số lượng các loại trái phiếu cũng ngày một tăng lên, hàng hóa trên thị trường trái phiếu kỳ hạn dài hơn, phương thức phát hành từng bước được chuẩn hóa. Tổng số lượng niêm yết khoảng 652,9 triệu cổ phiếu với tổng giá trị giao dịch thị trường đã xấp xỉ 10%GDP; có trên 52.000 tài khoản đầu tư trong đó có 246 nhà đầu tư tổ chức, trên 362 tài khoản đầu tư là của người nước ngoài. Số lượng các nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường tăng là nhân tố hết sức quan trọng kích cầu chứng khoán thông qua các nhà đầu tư chuyên nghiệp, có khả năng thu hút, tập trung các nguồn vốn nhỏ lẻ trong nền kinh tế. Một vài chỉ tiêu của Trung tâm Giao dịch chứng khoán TPHCM thể hiện quy mô của thị trường chứng khoán :

Đơn vị tính : tỷ đồng

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	15/5/06
Tổng giá trị vốn hóa thị trường	986	570	2.436	2.307	4.237	7.390	30.600
Tổng giá trị giao dịch qua các năm	92	1.033	1.087	2.998	19.887	26.878	28.168

(Nguồn : Ủy ban chứng khoán Nhà nước)



- Về chủ thể tham gia thị trường, hiện nay hệ thống các tổ chức trung gian đã được tạo lập với 13 công ty chứng khoán, 1 ngân hàng thanh toán, 1 trung tâm lưu ký chứng khoán, 7 công ty kiểm toán, 9 công ty quản lý quỹ, 2 trung tâm giao dịch chứng khoán. Các chủ thể tham gia thị trường ngày càng tích cực và hiệu quả. Thông qua hoạt động của thị trường các công ty chứng khoán, công ty niêm yết tận dụng được những lợi thế mà thị trường đem lại. Từ đó các công ty cải tiến phương thức hoạt động, công khai hóa thông tin, nâng cao chất lượng quản trị công ty, nhờ vậy uy tín và vị thế của các công ty đã dần khẳng định trên thị trường.

Sự ra đời của Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội vào tháng 3/2005 đã lập tức nhân gấp 2 lần không chỉ không gian mà cả doanh số của thị trường chứng khoán Việt Nam. Với mảng hoạt động đấu giá cổ phần bước đầu tạo được sự gắn kết giữa chứng khoán và cổ phần hóa, tạo điều kiện mở rộng phạm vi thị trường chứng khoán tập trung, góp phần minh bạch hóa thị trường sơ cấp, tăng năng lực tập trung tư bản cho nhà đầu tư và tăng nguồn thu thuế cho Nhà nước từ tỷ lệ chênh lệch giá bán cổ phần, đồng thời bảo vệ lợi ích cho người tham gia thị trường. Tăng cường khả năng tiếp cận của doanh nghiệp và công chúng với thị trường chứng khoán. Tháng 8/2005 Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội chính thức khai trương sàn giao dịch thứ cấp và sau 7 tháng hoạt động, tới 9/3/2006 Trung tâm đã tổ chức tròn 100 phiên giao

dịch với tổng khối lượng chuyển nhượng trên 30 triệu cổ phiếu và gần 800.000 trái phiếu. Khối lượng giao dịch trung bình đạt trên 300.000 cổ phiếu với giá trị hơn 4 tỷ đồng/phiên.

- Về cơ chế quản lý, cơ quan quản lý nhà nước đã đảm đương được vai trò hoạch định chính sách, tổ chức, giám sát nhằm đảm bảo thị trường chứng khoán hoạt động ổn định. Các chuẩn mực kế toán, công bố thông tin, quản trị công ty được áp dụng với các công ty niêm yết, các thành viên của thị trường. Việc ban hành Quyết định 528/2005/QĐ-TTg ngày 14/6/2005 về việc phê duyệt danh sách các công ty cổ phần hóa thực hiện bán đấu giá cổ phần, niêm yết, đăng ký giao dịch tại các Trung tâm Giao dịch chứng khoán đã đẩy mạnh hoạt động đấu giá của Trung tâm Giao dịch chứng khoán và hỗ trợ tích cực hơn cho tiến trình cổ phần hóa. Ngày 27/7/2005, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 189/2005/QĐ-TTg thành lập Trung tâm Lưu ký chứng khoán trực thuộc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, sự ra đời của Trung tâm tác động rất lớn đến việc hỗ trợ hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư và các công ty chứng khoán. Thể chế tham gia thị trường từng bước được nới lỏng với dấu ấn đáng ghi nhận là việc ban hành Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg ngày 29/9/2005 về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào thị trường chứng khoán, theo đó tỷ lệ nắm giữ tối đa tổng số cổ phiếu niêm yết, đăng ký giao dịch của các tổ chức, cá nhân nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng từ 30% lên 49%. Bên cạnh đó, nhà đầu tư nước ngoài cũng được sở hữu tối đa 49% tổng số chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết, đăng ký giao dịch của một quỹ đầu tư chứng khoán, đồng thời không giới hạn tỷ lệ nắm giữ trái phiếu lưu hành của tổ chức phát hành. Đây là điểm thay đổi quan trọng thúc đẩy các nhà đầu tư tiềm năng nước ngoài tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Về khuôn khổ pháp luật, Luật Chứng khoán đã được Quốc hội khóa XI thông qua ngày 23/6/2006 và có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2007, đây được xem là sự kiện đáng ghi nhớ nhất trong lịch sử của thị trường chứng khoán Việt Nam. Với việc hình thành nên một trật tự thị trường mới, một khung pháp lý chuẩn làm định hướng cho sự

phát triển của các thành phần tham gia thị trường, Luật Chứng khoán với nhiều điểm tích cực sẽ góp phần quan trọng trong việc hoàn thiện hệ thống quản lý, kích thích luân chuyển vốn, phù hợp với giai đoạn khởi động nhằm thúc đẩy nhanh chóng thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển.

- Về công tác đào tạo, quảng bá và tuyên truyền bước đầu đã được chú trọng, công tác này đóng góp đáng kể vào việc cung cấp kiến thức cơ bản cũng như những hiểu biết về mặt pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán cho công chúng, đồng thời nó cũng góp phần cung cấp cho thị trường những nhà đầu tư có kiến thức nhất định về chứng khoán và thị trường chứng khoán, tạo ra đội ngũ nhân viên quản lý giao dịch chuyên nghiệp cho các cơ quan quản lý và công ty chứng khoán.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán trong những năm vừa qua có thể chưa thuyết phục được sự mong đợi của thị trường và nhất là của giới nghiên cứu, nhưng phải thừa nhận rằng với những kết quả đạt được, đó là sự cố gắng, nỗ lực rất lớn của các cấp, các ngành.

Tự trung lại, hệ thống thị trường tài chính Việt Nam tuy có những bước phát triển nhưng vẫn còn thiếu đồng bộ và bất cập cả trên ba phương diện : cơ sở pháp lý, cơ chế vận hành và năng lực tổ chức giám sát thực hiện. Có thể nói, thị trường tài chính Việt Nam còn tụt hậu so với nhu cầu phát triển, biểu hiện qua các vấn đề như : duy trì những rào cản đối với việc gia nhập của các ngân hàng nước ngoài nên 4 ngân hàng thương mại vẫn giữ thế khống chế thị trường; ngân hàng Nhà nước đôi khi vẫn sử dụng các biện pháp hành chính để điều tiết thị trường tiền tệ; thị trường chứng khoán tuy đã có những bước tiến đáng kể tạo dựng nền móng ban đầu nhưng vẫn còn rất nhỏ bé và chưa trở thành kênh huy động vốn hữu hiệu như mong muốn, hoạt động giao dịch cổ phiếu phi chính thức, thị trường trái phiếu vẫn còn rất sơ khai, mang tính tự phát và tiềm ẩn nhiều rủi ro.

II.2 - Thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Cùng với sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam vào tháng 7/2000, thị trường trái phiếu công ty được hình thành nhưng vẫn trong tình trạng kém phát triển. Về lý thuyết, thị trường trái phiếu công ty chỉ phát triển khi hệ thống tài chính nói chung và thị trường trái phiếu Chính phủ nói riêng đã phát triển ở một mức độ nhất định. Thực tế hiện nay, hệ thống tài chính Việt Nam vẫn đang giai đoạn cải tổ, thị trường trái phiếu Chính phủ chưa hoàn thiện, do vậy thị trường trái phiếu công ty còn bỏ ngõ là một xu thế tất yếu của quá trình vận động.

II.2.1 – Đôi nét về thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Doanh nghiệp được xem là cốt lõi của nền kinh tế, là lực lượng nòng cốt đóng góp vào tốc độ tăng trưởng kinh tế của đất nước hàng năm. Do vậy, mọi chủ trương chính sách của Đảng và Nhà nước đều hướng đến tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp phát triển. Trong xu thế quốc tế hóa nền kinh tế thế giới, cuộc cạnh tranh trên các thị trường trong và ngoài nước ngày càng trở nên gay gắt, quyết liệt, đòi hỏi mỗi doanh nghiệp muốn đứng vững trên thương trường phải cải tiến công nghệ, nâng cao tính cạnh tranh cho sản phẩm, chính vì vậy nhu cầu vốn phục vụ cho công cuộc đầu tư đổi mới trang thiết bị hiện đại, mở rộng sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam là rất lớn, chiếm tỷ lệ không nhỏ trong tổng nhu cầu vốn của toàn xã hội.

Trong cơ cấu vốn của đại đa số các doanh nghiệp ở Việt Nam, vốn nợ là một thành phần có vai trò hết sức quan trọng và không ít trường hợp, nó chiếm một tỷ lệ đáng kể trong tổng vốn kinh doanh. Ở nhiều doanh nghiệp, tỷ lệ bình quân vốn nợ / vốn chủ sở hữu là 70 / 30, thậm chí còn lớn hơn. Mặt khác, do thị trường tài chính Việt Nam chưa phát triển, vốn nợ của các doanh nghiệp chủ yếu là vay ngân hàng, không ít doanh nghiệp đã sử dụng vốn vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn, dẫn đến mất cân đối về tình hình tài chính và đặt bản thân doanh nghiệp cùng với ngân hàng trước những rủi ro tiềm ẩn.

Bài học kinh nghiệm từ sau cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 xảy ra ở châu Á là phải san sẻ gánh nặng từ hệ thống ngân hàng sang cho thị trường trái phiếu công ty, đã đặt ra yêu cầu phải phát triển thị trường này sao cho nó có thể thực

hiện được chức năng tài trợ vốn nợ cho các doanh nghiệp một cách hiệu quả. Với định hướng đó, thị trường trái phiếu được hình thành cùng với sự ra đời của thị trường chứng khoán, nhưng chỉ có dấu hiệu phát triển sau năm 2002 khi Chính phủ cho phép phát hành nhiều loại trái phiếu.

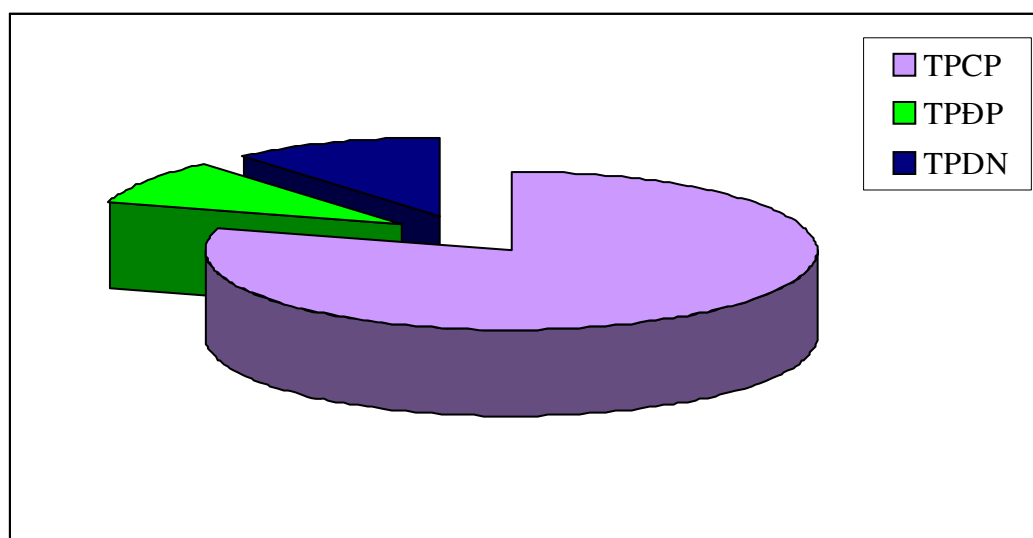
Trong một lần trao đổi mới đây về vấn đề phát hành trái phiếu, Ông Trương Hùng Long, Vụ phó Vụ Tài chính Ngân hàng – Bộ Tài chính, đã có nhận định : thị trường trái phiếu Việt Nam hiện còn rất hạn chế, chỉ chiếm khoảng 8 – 9% GDP. Trong khi thị trường trái phiếu quốc tế, Mỹ, Nhật Bản và EU chiếm đến 80% GDP; thị trường trái phiếu ở Singapore, Malaysia, Thái Lan phát triển mạnh hơn Việt Nam chiếm khoảng 30 - 40% GDP. Các nghiên cứu đã chứng minh rằng, để phát triển kinh tế thì thị trường vốn phải phát triển, để tăng trưởng 1% GDP thì phải cần 0,527% GDP vốn. Điều này cho thấy vốn rất quan trọng đối với nền kinh tế và việc phát hành trái phiếu để huy động vốn được xem là công cụ tài chính hữu ích đối với nền kinh tế quốc gia dù hiện nay mức độ phát hành còn nhỏ bé.

Tuy nhiên, thị trường trái phiếu đang có những bước chuyển biến tích cực, đặc biệt là sau sự kiện phát hành thành công 750 triệu USD trái phiếu Chính phủ Việt Nam trên thị trường quốc tế. Thành công của đợt phát hành trái phiếu lần đầu tiên ra thị trường vốn quốc tế hứa hẹn sự phát triển mạnh mẽ của một kênh huy động vốn mới, mở ra nhiều lựa chọn cho các doanh nghiệp tiếp cận tín dụng đầu tư, đồng thời đánh thức thị trường trái phiếu trong nước.

Tính đến cuối tháng 7/2006, tổng giá trị trái phiếu phát hành khoảng 80.000 tỷ đồng, bằng 9,6% GDP trong đó hơn 80% là trái phiếu do Chính phủ phát hành. Riêng năm 2005, thông qua hoạt động đấu thầu qua Ngân hàng Nhà nước, qua Trung tâm giao dịch chứng khoán và bảo lãnh phát hành, Chính phủ đã huy động khoảng hơn 30.000 tỷ đồng trái phiếu, nâng tổng số vốn huy động trong giai đoạn 2001-2005 đạt gần 64.000 tỷ đồng; trái phiếu chính quyền địa phương cũng có nhiều khởi sắc với tổng số tiền huy động được trên 7.000 tỷ đồng, trong đó thành phố Hồ Chí Minh đã huy động 2.000 tỷ đồng trong năm 2005, nâng tổng số huy động trong 3 năm (2003-

2005) lên gần 6.000 tỷ đồng; Hà Nội huy động được trên 1.100 tỷ đồng trái phiếu thủ đô; Đồng Nai huy động khoảng 243 tỷ đồng.

Năm 2005 cũng là năm các doanh nghiệp quan tâm hơn đến việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp, góp phần giảm bớt áp lực vay vốn từ các ngân hàng thương mại và tạo nguồn cung trái phiếu cho thị trường thứ cấp. Tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành đạt khoảng 9.000 tỷ đồng, hầu hết các tổ chức phát hành đều là doanh nghiệp nhà nước như Tổng Công ty Dầu Khí Việt Nam phát hành thành công 300 tỷ đồng trái phiếu, Tổng Công ty Xây dựng Sông Đà phát hành 200 tỷ đồng, Tổng Công ty Điện Lực Việt Nam huy động được 3.100 tỷ đồng (7 tháng 2006 huy động 2.900 tỷ đồng), Tổng Công ty Công Nghiệp Tàu Thủy Việt Nam 1.000 tỷ đồng và trái phiếu tăng vốn của các tổ chức tín dụng như Ngân hàng Đầu tư và Phát triển huy động được 3.000 tỷ đồng, Ngân hàng Ngoại Thương Việt Nam với tổng số huy động đạt 1.365 tỷ đồng.



(Nguồn : Tự tập hợp)

Có thể nhận định rằng, thị trường trái phiếu công ty vẫn ở giai đoạn sơ khai nên chưa thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư, dẫn đến trái phiếu không có tính thanh khoản ở thị trường thứ cấp nên càng hạn chế sự phát triển của thị trường sơ cấp, việc phát hành trái phiếu diễn ra rời rạc, nhỏ lẻ gây thiếu nguồn cung trái phiếu

có chất lượng. Để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, cần đảm bảo đủ điều kiện để phát triển đồng bộ cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

II.2.2 – Phát hành trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường sơ cấp

Phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ tạo nguồn cung cho thị trường trái phiếu, nhưng quy trình thủ tục phát hành trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam hiện nay còn khá nhiều khê, chưa có sự thống nhất về cơ sở pháp lý. Cụ thể, hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp được điều chỉnh theo ba nhóm chính :

- Nhóm các doanh nghiệp nhà nước : thực hiện theo Nghị định số 120/CP ngày 17/9/1994 của Chính phủ ban hành kèm theo quy chế tạm thời về việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu doanh nghiệp nhà nước; Thông tư hướng dẫn số 91 ngày 5/11/1994 của Bộ Tài Chính. Mới đây, Thủ tướng Chính phủ đã ký ban hành Nghị định số 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp thay thế Nghị định số 120/CP nhưng đến nay vẫn chưa có Thông tư hướng dẫn thi hành.

- Nhóm các tổ chức tín dụng : trước đây thực hiện theo Quyết định số 212/QĐ-NH ngày 22/9/1994 của Thống đốc Ngân hàng nhà nước ban hành Thể lệ phát hành trái phiếu ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư phát triển; nay thực hiện theo Quyết định số 1287/2002/QĐ-NHNN ngày 22/11/2002 ban hành kèm theo Quy chế phát hành giấy tờ có giá của tổ chức tín dụng để huy động vốn trong nước phù hợp với Luật các tổ chức tín dụng.

- Nhóm các loại hình doanh nghiệp khác : Luật Công ty năm 1990 quy định việc phát hành trái phiếu của các công ty cổ phần. Cuối năm 1999, Quốc hội thông qua Luật Doanh nghiệp (có hiệu lực từ ngày 1/1/2000) với nhiều điểm đổi mới hơn so với Luật Công ty trước đó : ngoài các công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn cũng được quyền phát hành trái phiếu. Vừa qua, Luật Doanh nghiệp năm 2005 được Quốc hội thông qua ngày 29/11/2005 và chính thức có hiệu lực từ ngày 1/7/2006 thay thế Luật Doanh nghiệp 1999, mở ra nhiều cơ hội lựa chọn mới cho các doanh nghiệp có nhu cầu huy động vốn trực tiếp từ các nhà đầu tư.

Cùng với sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam, một nhóm các văn bản liên quan được ban hành để điều chỉnh việc phát hành chứng khoán giao dịch trên thị trường chứng khoán, trong đó có trái phiếu doanh nghiệp. Các văn bản này bao gồm Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 thay thế Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998, Thông tư số 75/2004/TT-BTC ngày 23/7/2004 hướng dẫn việc phát hành trái phiếu ra công chúng.

Sau khi Nghị định 120/CP được ban hành, đã có những doanh nghiệp nhà nước triển khai việc phát hành trái phiếu để huy động vốn trung và dài hạn phục vụ nhu cầu đầu tư sản xuất kinh doanh. Điển hình như Nhà máy xi măng Anh Sơn được xem là doanh nghiệp tiên phong thực hiện phát hành 7,7 tỷ đồng trái phiếu vào năm 1994, kế đó là các doanh nghiệp : Công ty Thép miền Nam (năm 1997), Nhà máy xi măng Hoàng Thạch, Tổng Công ty Sông Đà, Tổng Công ty Công nghiệp Tàu thủy, Tổng Công ty Điện Lực Việt Nam.

Có thể thấy rằng, số lượng các doanh nghiệp thực hiện huy động vốn theo phương thức này còn hạn chế và hiệu quả đạt được chưa cao. Sự phát triển của thị trường chứng khoán gần đây đã góp phần gia tăng dần số lượng doanh nghiệp phát hành trái phiếu có kết quả khả quan hơn. Một trong những đơn vị phát hành trái phiếu doanh nghiệp thành công là Tổng Công ty Điện Lực Việt Nam (EVN).

Tính đến cuối tháng 7/2006, tổng số vốn mà EVN huy động được sau 4 đợt phát hành trái phiếu năm 2006 là 2.900 tỷ đồng, hướng tới mục tiêu huy động từ 5.000 – 10.000 tỷ đồng trong năm 2006. Riêng đợt IV/2006 diễn ra ngày 20/7/2006, EVN phát hành 900 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm, mệnh giá 100.000 đồng, lãi suất năm đầu là 9,5%/năm và các năm sau bằng bình quân lãi suất tiền gửi tiết kiệm 12 tháng trả sau của bốn ngân hàng thương mại quốc doanh công bố vào ngày trả lãi của kỳ trước cộng với 1,2%/năm; lãi suất trái phiếu sẽ được trả theo phương thức trả sau hàng năm vào ngày phát hành; tổ chức bảo lãnh phát hành là Công ty chứng khoán Sài Gòn và Ngân hàng ANZ Việt Nam; tổ chức tư vấn phát hành, lưu ký và đại lý thanh toán là Công ty chứng khoán Sài Gòn, chủ sở hữu trái phiếu sẽ được nhận lãi

và gốc trái phiếu tại tài khoản lưu ký trái phiếu thông qua Công ty chứng khoán Sài Gòn, khi trái phiếu được giao dịch trên Trung tâm giao dịch chứng khoán thì việc thanh toán gốc lãi được thực hiện theo quy định của pháp luật về chứng khoán; trái phiếu không được thanh toán trước hạn và EVN không mua lại, không nhận cầm cố trái phiếu theo đề nghị của chủ sở hữu cũng như không mua lại trên thị trường thứ cấp; trái phiếu được chuyển quyền sở hữu dưới các hình thức mua, bán, cho, tặng, trao đổi; trái phiếu được sử dụng làm tài sản thế chấp vay vốn tại các tổ chức tín dụng khác.

Không giống như các doanh nghiệp nhà nước, từ nhiều năm nay các tổ chức tín dụng đã thực hiện việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu có thời gian đáo hạn trên một năm với lãi suất hấp dẫn người đầu tư, phương thức huy động vốn này của các tổ chức tín dụng thường đạt hiệu quả khá cao nhờ tâm lý của nhà đầu tư, chẳng hạn như trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) được xem là khá hấp dẫn, minh chứng bởi sự thành công của đợt phát hành trái phiếu tăng vốn đợt I/2006 từ ngày 28/4 – 19/5/2006, với tổng số tiền huy động được trên 2.200 tỷ đồng, đạt 147% so với kế hoạch (dự kiến ban đầu là phát hành 2.000 tỷ đồng). Đây là lần đầu tiên một ngân hàng Việt Nam phát hành trái phiếu tăng vốn đạt tiêu chuẩn quốc tế nhờ việc thuê Moody's đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp, thuê HSBC tư vấn phát hành, các thông tin về trái phiếu công khai và minh bạch cho các nhà đầu tư, BIDV cũng là ngân hàng phát hành trái phiếu với khối lượng lớn nhất và kỳ hạn dài nhất (10 năm và 15 năm), tạo được khung điểm chuẩn về mức giá đối với trái phiếu tăng vốn của các ngân hàng thương mại và doanh nghiệp. Ngày 13/7/2006, tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, trái phiếu tăng vốn của BIDV được chính thức niêm yết giao dịch trên thị trường.

Luật doanh nghiệp năm 1999 tuy đã cho phép các công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn phát hành trái phiếu huy động vốn trên thị trường nhưng nhìn chung rất ít doanh nghiệp quan tâm. Việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng cũng chưa diễn ra trong thực tế mà chỉ mới có trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư

và Phát triển Việt Nam, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam được phát hành theo Luật các tổ chức tín dụng rồi đăng ký niêm yết và giao dịch trên thị trường.

II.2.3 – Giao dịch trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp

Thị trường trái phiếu thứ cấp tồn tại yếu ớt, hầu hết nhà đầu tư trái phiếu coi đó như một khoản tiền gửi tiết kiệm nên thường nắm giữ đến khi đáo hạn. Thực tế kể từ khi thị trường giao dịch chứng khoán TPHCM đi vào hoạt động đến nay, toàn thị trường chỉ có hai trái phiếu doanh nghiệp đăng ký niêm yết, việc mua bán trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) cũng không mấy sôi động, trái phiếu của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam tuy có giao dịch ở thị trường phi tập trung nhưng không mạnh và khi mới lên sàn thì số lượng mua bán có tăng nhưng việc giao dịch không mấy thành công.

Với trái phiếu của các Tổng Công ty nhà nước hầu như không thấy giao dịch trên thị trường, do bởi nhà đầu tư trái phiếu của các doanh nghiệp này thường là các ngân hàng nên họ nắm giữ trái phiếu như một khoản cho vay tín dụng. Do vậy, hàng hóa trên thị trường thứ cấp đã ít lại càng khan hiếm, thị trường trái phiếu thứ cấp kém phát triển càng làm cho tính thanh khoản của trái phiếu không cao, dẫn đến trái phiếu càng kém hấp dẫn đối với nhà đầu tư và càng tạo tâm lý e ngại cho doanh nghiệp khi cân nhắc lựa chọn phương thức tài trợ vốn nợ.

II.2.4 – Bài học kinh nghiệm từ phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Còn nhớ một sự kiện gây xôn xao dư luận vào cuối năm 2005, đó là sự kiện Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) phát hành trái phiếu tăng vốn thành công ngoài mong đợi, vì lãi suất trái phiếu chuyển đổi đưa ra mức tối đa 8,5% / năm và cố định trong 7 năm, trong khi lãi suất tiết kiệm tại các ngân hàng thương mại là 9%/năm nhưng các “đại gia” đấu giá đã mua chỉ 6%/năm, thấp hơn 3%/năm so với lãi suất tiết kiệm. Phía Vietcombank đã rất hài lòng về việc tính toán phát hành trái phiếu chuyển đổi để có ngay nguồn vốn bổ sung tăng vốn điều lệ một cách ngoạn mục với lãi suất huy động thấp hơn thị trường 3% và thấp hơn 2,5% so với dự kiến.

Tuy nhiên, sau một thời gian nắm giữ trái phiếu chuyển đổi của Vietcombank, các nhà đầu tư vốn là những “đại gia” muốn nắm giữ cổ phần của Vietcombank hiểu ra rằng nếu giữ 1 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với lãi suất 6%/năm, sau 2 năm được chuyển thành cổ phiếu Vietcombank theo đấu giá thị trường thì họ bị “lỗ” ngay lập tức 60 triệu đồng so với tiền gửi tiết kiệm, đó cũng là lý do trái phiếu chuyển đổi của Vietcombank đã liên tục thất bại ngay sau khi chính thức niêm yết tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP HCM.

Giới phân tích cho rằng 12 triệu trái phiếu chuyển đổi của Vietcombank với mệnh giá 100.000 đồng / trái phiếu là một “tập hợp mờ” không bình thường, sự không bình thường của trái phiếu chuyển đổi Vietcombank thể hiện ở chỗ ngay từ đầu đã không xác định mức giá và tỷ lệ chuyển đổi rõ ràng, nếu đưa lên sàn một loại trái phiếu như thế sẽ làm nhà đầu tư bị bưng bít thông tin và dễ dàng “nốc-ao”.

Sự “hiểu nhầm” trước đây là 1 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi này, theo mức tăng vốn của Vietcombank 10% từ 7.000 tỷ lên 9.000 tỷ đồng, thì 1.200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi sẽ được khoảng 900 tỷ đồng cổ phiếu, với giá cổ phiếu khi chuyển đổi chỉ 1,2 – 1,3 lần mệnh giá thì sẽ hứa hẹn có được “siêu lợi nhuận”. Nhưng thực tế không phải vậy, giá chuyển đổi chỉ được xác định khi Vietcombank cổ phần hóa và đấu giá phát hành cổ phiếu theo giá thị trường nên có thể rất cao, thậm chí là 10 lần mệnh giá.

Khi đã thực sự thông suốt mọi chuyện, nhất là sau ba phiên thất bại liên tục trên sàn giao dịch, các nhà đầu tư lại đua nhau bán, điều này thể hiện rõ qua việc lượng chào bán luôn cao hơn lượng chào mua, và giá chào bán luôn cao hơn giá đặt mua dẫn đến lượng giao dịch thành công thấp hơn so với khi trái phiếu chuyển đổi còn giao dịch ở thị trường không tập trung. Rõ ràng, việc lên sàn của trái phiếu Vietcombank có ý nghĩa lớn là làm tăng tính thuận lợi, an toàn và minh bạch trong giao dịch trái phiếu, nhưng thực tế trái phiếu Vietcombank đã không thành công khi được chính thức niêm yết giao dịch trên thị trường. Vì sao như vậy? Một loạt các phân tích đưa ra như sau :

- Khác với các trái phiếu hiện đang niêm yết trên thị trường chứng khoán, trái phiếu Vietcombank chỉ được phép bán lại cho các tổ chức, cá nhân là người Việt Nam. Với ước tính khoảng 60.000 tài khoản giao dịch, trong đó đại đa số là người đầu tư cá nhân, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn rất mỏng và dễ bị tổn thương trước những cú sốc.

- Những người đầu tư mới tham gia thị trường là những người tạo nên cơn sốt, nhưng phần lớn họ không có mục tiêu và chiến lược đầu tư cụ thể, họ thường “chạy theo tâm lý bầy đàn”. Trái lại, người đầu tư nước ngoài với mục tiêu và chiến lược đầu tư cụ thể mới là nhân tố ổn định cho thị trường.

- Sự thiếu hụt về cầu từ phía các nhà đầu tư nước ngoài càng tạo thêm bất lợi cho trái phiếu Vietcombank. Hiện nay, cầu đối với trái phiếu này được quyết định bởi các tổ chức và cá nhân đầu tư trong nước.

Câu chuyện về trái phiếu Vietcombank chắc chắn sẽ còn là đề tài bàn luận trong một thời gian nữa cho đến khi Vietcombank hoàn tất việc chuyển đổi thành mô hình công ty cổ phần. Ở thời điểm hiện tại, các tổ chức phát hành cần xem đó như một bài học khi xây dựng phương án phát hành trái phiếu. Cụ thể là nếu doanh nghiệp phát hành trái phiếu chuyển đổi thì nên xác định tỷ lệ chuyển đổi rõ ràng, đồng thời phải coi trọng việc công bố thông tin càng rõ ràng minh bạch càng tốt, nhất là thông tin về các vấn đề nhạy cảm liên quan đến quyền lợi của nhà đầu tư, có như vậy trái phiếu doanh nghiệp sau khi phát hành vừa dễ dàng giao dịch trên thị trường thứ cấp, vừa đảm bảo uy tín cho doanh nghiệp, tạo điều kiện cho đợt phát hành sau thành công hơn.

II.3 – Nguyên nhân kém phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Từ tình hình thực tế cho thấy trái phiếu doanh nghiệp chưa chiếm lĩnh thị trường trái phiếu cũng do bởi thị trường trái phiếu Việt Nam còn đang giai đoạn sơ khai, chưa đủ các điều kiện để thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển, đó là quy luật tất yếu của tiến trình vận động. Bên cạnh đó, tâm lý của các doanh

ng nghiệp Việt Nam chưa cởi mở, vẫn còn thói quen sử dụng tài trợ bằng vốn vay ngân hàng, chưa thấy được tính năng động của phương thức tài trợ bằng trái phiếu công ty, e ngại công bố thông tin, thiếu tầm nhìn dài hạn, chưa quen với luật chơi của kinh tế thị trường.

Để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển trước hết cần có nguồn cung trái phiếu dồi dào và đa dạng, muốn vậy việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp phải được diễn ra thuận lợi, dễ dàng, thông thoáng. Tuy nhiên, dưới góc nhìn của doanh nghiệp, việc phát hành trái phiếu hiện còn những bất cập như sau :

II.3.1 - Khung pháp lý chưa được xây dựng hoàn chỉnh

Hoạt động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung cần phải diễn ra trong một khuôn khổ pháp lý hoàn chỉnh, được xây dựng trên nguyên tắc đảm bảo sự công bằng cho tất cả các đối tượng tham gia, ngăn chặn những hành vi gian lận, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư. Thực tế hiện nay, hoạt động phát hành trái phiếu của mỗi nhóm doanh nghiệp được dựa trên cơ sở pháp lý khác nhau và chịu sự quản lý của các cơ quan quản lý khác nhau như Bộ tài chính (đối với các doanh nghiệp nhà nước), Ủy ban nhân dân tỉnh / thành phố (đối với các doanh nghiệp phát hành theo quy định của Luật Doanh nghiệp), Ngân hàng nhà nước (đối với các tổ chức tín dụng) và Ủy ban chứng khoán (đối với việc phát hành trái phiếu ra công chúng).

Mặt khác, luật pháp ở Việt Nam về chứng khoán và thị trường chứng khoán vẫn chưa có sự thống nhất và đầy đủ. Tình trạng phổ biến không chỉ tồn tại trong lĩnh vực chứng khoán mà trong cả nhiều lĩnh vực khác là các văn bản pháp quy còn chồng chéo, thậm chí là có những điểm mâu thuẫn. Nghị định 144/2003/NĐ-CP vẫn chưa phải là văn bản pháp lý có tính hiệu lực cao để điều chỉnh hoạt động và những vấn đề phức tạp liên quan đến thị trường chứng khoán phát sinh trong thời gian qua, nay thị trường đã có những bước phát triển đòi hỏi một văn bản luật có phạm vi điều chỉnh rộng hơn và có tính hiệu lực cao hơn. Đáp ứng đòi hỏi đó, Luật chứng khoán đã

được Quốc hội khóa XI thông qua ngày 29/6/2006 và có hiệu lực thi hành từ ngày 1 tháng 1 năm 2007.

Đối với việc phát hành trái phiếu, trong thời gian đầu của thị trường chỉ có Thông tư 01/1998 của Ủy ban chứng khoán Nhà nước hướng dẫn việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu ra công chúng để niêm yết trên thị trường, sau vài lần thay đổi, đến nay thực hiện theo Thông tư 75/2004/TT-BTC ngày 23/7/2004 hướng dẫn việc phát hành trái phiếu ra công chúng. Tuy nhiên, Thông tư này quy định để phát hành trái phiếu, doanh nghiệp phải có số vốn điều lệ tối thiểu là 10 tỷ đồng, đặc điểm nổi bật trong các doanh nghiệp Việt Nam là số doanh nghiệp vừa và nhỏ có vốn thấp hơn mức này lại chiếm một tỷ lệ rất lớn, như vậy sẽ khó đáp ứng được tiêu chuẩn nêu ra ở trên. Việc ban hành các văn bản hướng dẫn phát hành trái phiếu theo Luật doanh nghiệp sẽ có tác dụng không nhỏ đối với các doanh nghiệp thuộc nhóm đối tượng này.

Ngoài ra, nhóm đối tượng là các doanh nghiệp nhà nước chịu sự chi phối bởi Nghị định số 120/CP. Tính đến nay, Nghị định này đã bộc lộ nhiều hạn chế như phương thức phát hành chưa phù hợp với thông lệ chung của thị trường trái phiếu (chưa quy định việc phát hành theo phương thức đấu thầu và bảo lãnh phát hành, chưa gắn việc phát hành với niêm yết và giao dịch trái phiếu trên thị trường chứng khoán tập trung); chưa bảo đảm nguyên tắc công khai minh bạch về thông tin khi phát hành trái phiếu doanh nghiệp; ngoài ra Nghị định này đưa ra những quy định về điều hành lãi suất còn mang nặng tính hành chính, làm giảm tính chủ động của doanh nghiệp và chưa thực sự gắn với thị trường; điều kiện phát hành quá chặt chẽ, không khuyến khích các doanh nghiệp thực hiện huy động vốn trên thị trường, như phải có lãi 3 năm trước khi phát hành, trái phiếu bắt buộc phải có tổ chức bảo lãnh thanh toán... Kết quả là từ năm 1994 đến nay, chỉ có khoảng 10 doanh nghiệp thực hiện phát hành trái phiếu để huy động vốn.

Khi Chính phủ ban hành Nghị định 144/2003/NĐ-CP về chứng khoán và thị trường chứng khoán, đã điều chỉnh sâu hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra

công chúng, nhưng Nghị định này đặt ra yêu cầu và các tiêu chuẩn của thị trường chứng khoán khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu ra công chúng như điều kiện tài chính của tổ chức phát hành, công bố thông tin ... Trong khi đó, về phương diện doanh nghiệp, Luật doanh nghiệp chưa có hướng dẫn về vấn đề này, dẫn đến các doanh nghiệp thường lúng túng trong quá trình chuẩn bị và thực hiện phát hành trái phiếu huy động vốn. Phạm vi điều chỉnh của Nghị định 144/2003/NĐ-CP chỉ quy định việc phát hành trái phiếu ra công chúng (có từ trên 50 nhà đầu tư tham gia, được bảo lãnh phát hành). Như vậy, toàn bộ hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ (cho dưới 50 nhà đầu tư) của công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chưa có khung pháp lý điều chỉnh.

Khắc phục những hạn chế nêu trên, vừa qua Chính phủ đã ban hành Nghị định 52/2006/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp (thay thế Nghị định số 120/CP) quy định việc phát hành trái phiếu riêng lẻ của các loại hình doanh nghiệp. Theo đó, để được phát hành trái phiếu huy động vốn, doanh nghiệp chỉ cần đáp ứng thời gian hoạt động tối thiểu là 1 năm kể từ khi chính thức đi vào hoạt động; có báo cáo tài chính của năm liền kề trước năm phát hành được kiểm toán, kết quả sản xuất kinh doanh năm liền kề năm phát hành phải có lãi, có phương án phát hành được tổ chức, cá nhân có thẩm quyền thông qua. Với những quy định thông thoáng như trên, Nghị định 52/2006/NĐ-CP không những tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn ngoài thị trường, thúc đẩy thị trường tài chính phát triển, giảm áp lực cho các ngân hàng thương mại, mà còn tăng tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp do Nghị định này yêu cầu tổ chức phát hành phải bảo đảm công khai, minh bạch, công bằng, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, khiến nhà đầu tư tổ chức, cá nhân coi việc đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp là kênh đầu tư hấp dẫn, an toàn, có hiệu quả. Tuy nhiên, Thông tư hướng dẫn thi hành Nghị định 52/2006/NĐ-CP vẫn còn đang dự thảo.

Ngoài ra, các đợt phát hành trái phiếu hiện nay được phê duyệt căn cứ theo năng lực của tổ chức phát hành nhưng lại không có quy định rõ ràng về tiêu chí để

xác định năng lực trong các văn bản pháp luật, dẫn đến các tổ chức phát hành và các cơ quan phê duyệt tốn rất nhiều thời gian trong việc đàm phán, và vì thế đã không khuyến khích các tổ chức phát hành tiềm năng huy động vốn qua kênh phát hành trái phiếu.

Có thể thấy rằng, hệ thống văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn chưa hoàn chỉnh, vì lẽ đó thị trường trái phiếu sơ cấp kém phát triển, dẫn đến thiếu “hàng hóa” cho thị trường thứ cấp vận hành. Đặc biệt là nguồn cung trái phiếu có chất lượng bị hạn chế do bởi đại đa số các doanh nghiệp Việt Nam có quy mô vừa và nhỏ, ít có danh tiếng nên phương thức huy động vốn nợ thích hợp và hiệu quả hơn cả là đi vay ngân hàng, phát hành trái phiếu trên thị trường có thể đòi hỏi chi phí rất lớn và khả năng thành công không cao do các nhà đầu tư hầu như không hiểu biết nhiều về các công ty vừa và nhỏ nên họ khó đặt lòng tin cùng với số vốn của mình vào nhóm đối tượng này.

II.3.2 - Cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu còn kém phát triển.

Do bởi, thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng và thị trường trái phiếu nói chung là một bộ phận của thị trường vốn mà thị trường chứng khoán (TTCK) là chủ đạo. Trong khi quá trình cải cách tài chính ở những nền kinh tế chuyển đổi khác như Đông Âu, Trung Quốc ... ghi nhận sự ra đời rất sớm của thị trường chứng khoán (năm 1990 ở Hungary – TTCK Budapest, năm 1992 ở Trung Quốc – TTCK Thượng Hải, năm 1993 ở Ba Lan – TTCK Varsovie và ở Tiệp Khắc – TTCK Praha) thì TTCK Việt Nam phải đến năm 2000 mới hình thành, do quá trình cải cách tài chính và cổ phần hóa diễn ra quá chậm chạp nên không thể tạo nổi lượng “hàng hóa” cho thị trường hoạt động. Hơn 6 năm qua, TTCK Việt Nam đã trải qua bao giai đoạn thăng trầm đồng thời đã chứng tỏ là kênh huy động và đầu tư vốn không thể thiếu bên cạnh lĩnh vực ngân hàng, cơ sở hạ tầng của TTCK dần hoàn thiện theo xu hướng phù hợp với kinh tế thị trường và thông lệ quốc tế, tạo đà phát triển cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu.

Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, sự thiếu hoàn thiện về mặt cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu thể hiện ở sự thiếu vắng hệ thống đấu giá cạnh tranh, hệ thống giao dịch thị trường sẵn sàng cung cấp các thông tin về giá và khối lượng theo thời gian thực, hệ thống thanh toán bù trừ tiên tiến đối với các giao dịch trái phiếu, thiếu các tổ chức định mức tín nhiệm ...

Một nguyên tắc cơ bản là muốn thị trường sơ cấp sôi động thì thị trường thứ cấp phải được tổ chức một cách công khai, minh bạch, nhằm tạo tính thanh khoản cho trái phiếu và là nơi xác định mức lãi suất hợp lý cho thị trường sơ cấp. Thế nhưng, từ trước đến nay cơ quan quản lý chỉ dành sự quan tâm phát triển thị trường thứ cấp cho cổ phiếu, còn thị trường thứ cấp cho trái phiếu vẫn hầu như bỏ ngõ, các giao dịch trên thị trường này diễn ra đơn lẻ và rất rời rạc. Việc sử dụng hệ thống giao dịch chung cho cả trái phiếu và cổ phiếu sẽ cản trở sự phát triển của 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.

Mặt khác, hình thức đấu thầu trái phiếu hiện mang lại cho nền kinh tế nhiều lợi ích thiết thực, giúp chủ thể phát hành huy động được số lượng tiền lớn với chi phí thấp (do cạnh tranh lãi suất) nhưng có một thực tế hiện nay là các tổ chức tài chính mạnh như Vietcombank, ICB, BIDV ... (vừa là thành viên đấu thầu vừa là thành viên bảo lãnh) thích chọn bảo lãnh trái phiếu hơn là tham gia đấu thầu, vì nếu bảo lãnh phát hành họ sẽ không phải cạnh tranh lãi suất với các tổ chức khác như là tham gia đấu thầu trái phiếu, và nếu nhận bảo lãnh phát hành, các tổ chức này sẽ thu được phí bảo lãnh trong khi tham gia đấu thầu thì khoản phí này sẽ do TTGDCK thu. Theo quy định của Bộ Tài chính, phí bảo lãnh và phí đấu thầu trái phiếu Chính phủ là bằng nhau và bằng 0,15% tính trên số trái phiếu bán được. Do đó, nếu cơ hội mua cùng lượng trái phiếu cho các tổ chức tài chính lớn là như nhau thì họ sẽ chọn hình thức bảo lãnh để hưởng phí, chứ không tham gia đấu thầu.

Bên cạnh đó, quy định về công bố thông tin dù có được đề cập trong các văn bản hướng dẫn phát hành trái phiếu doanh nghiệp, nhưng hầu hết các doanh nghiệp

thực hiện quy định này theo kiểu đối phó, chưa thực sự công khai minh bạch, thậm chí thông tin về nhà phát hành từ các nguồn chính thức khác nhau thường không đầy đủ và thiếu nhất quán. Việc công bố thông tin về tổ chức phát hành ví như người bán hàng giới thiệu sản phẩm của mình, giúp người mua có thể hiểu rõ và cân nhắc khi quyết định đầu tư, nhưng thực tế hiện nay, dù không có bản cáo bạch, những đợt phát hành trái phiếu công ty thời gian qua vẫn bán được hết mà người mua phần lớn là các ngân hàng thương mại. Kết quả đó là do khối lượng của mỗi đợt phát hành không lớn, trong khi tổ chức phát hành lại chính là khách hàng của ngân hàng nên ngân hàng hiểu rõ về nhà phát hành hơn các nhà đầu tư khác, nếu một đợt phát hành chỉ có ngân hàng mua thôi thì trái phiếu đó sẽ không có khác biệt gì nhiều so với một khoản vay ngân hàng thông thường.

Có thể nhận định, nhiều nhà đầu tư như các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, công ty tài chính hiện đang hướng sự quan tâm đến trái phiếu doanh nghiệp nhưng do thiếu thông tin nên họ luôn ở thế bị động, dẫn đến dù muốn nhưng không thể liều lĩnh để đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Điều đó cho thấy rằng, câu về trái phiếu doanh nghiệp không nhỏ nhưng các doanh nghiệp đã chưa mạnh dạn khai thác thị trường này.

Song song với vấn đề công bố thông tin, việc định mức tín nhiệm là đánh giá về khả năng một tổ chức phát hành thực hiện thanh toán đúng hạn một nghĩa vụ tài chính, tổ chức định mức tín nhiệm là một tổ chức đánh giá trung gian, độc lập, chuyên cung cấp quan điểm của họ về độ tín thác của một doanh nghiệp trong nghĩa vụ thanh toán tài chính. Đối với doanh nghiệp, nếu được tổ chức có uy tín đánh giá định mức tín nhiệm cao thì khi phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ huy động được vốn với số lượng lớn và chi phí thấp. Mặc dù Luật doanh nghiệp và các văn bản pháp luật hiện hành cho phép thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm, thủ tục thành lập cũng rất đơn giản, nhưng để các tổ chức này thực sự phát huy vai trò của nó là công việc không đơn giản. Với vai trò là các cơ quan nhà nước tạo lập khuôn khổ pháp lý và môi trường hoạt động cho tổ chức định mức tín nhiệm (ĐMTN), Bộ Tài chính, Ủy ban

Chứng khoán Nhà nước, Ngân hàng Nhà nước cũng khó đứng ra trực tiếp thành lập loại hình doanh nghiệp này. Thêm nữa, các tổ chức ĐMTN cũng đòi hỏi yêu cầu cao về tính độc lập, chuyên nghiệp, về quản trị doanh nghiệp ... và những điều kiện khác mà Việt Nam còn thiếu và yếu.

Ngoài ra, các đối tượng tham gia trên thị trường trái phiếu còn rất hạn chế, các nhà đầu tư mua trái phiếu chủ yếu là nhằm mục đích đầu tư dài hạn nên ít có nhu cầu bán lại trái phiếu. Tuy nhiên, khi có nhu cầu bán lại trái phiếu thì các nhà đầu tư lại gặp khó khăn do thị trường thiếu các nhà tạo lập thị trường sẵn sàng mua lại trái phiếu với giá hợp lý. Vai trò của nhà bảo lãnh phát hành cũng hết sức quan trọng đối với việc phát hành trái phiếu do các nhà bảo lãnh vừa đóng vai trò là người tư vấn, vừa phối hợp với tổ chức phát hành chuẩn bị cho việc phát hành trái phiếu thành công. Thực tế thời gian qua, các công ty chứng khoán thường đóng vai trò của nhà tạo lập thị trường, nhà bảo lãnh phát hành nên đã không phát huy tốt chức năng cần thiết, do các công ty chứng khoán Việt Nam mới đi vào hoạt động, còn hạn chế về kinh nghiệm quản lý vốn, hơn nữa một số cơ chế liên quan cũng chưa thực sự tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty này thực hiện tốt vai trò nhà tạo lập thị trường, vai trò nhà bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng chưa rõ nét.

Tự trung lại, để trái phiếu doanh nghiệp trở thành kênh huy động vốn nợ trung và dài hạn, việc hoàn thiện cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp là hết sức cần thiết nhằm khuyến khích các doanh nghiệp quan tâm đến kênh huy động vốn này. Muốn vậy, thị trường trái phiếu phải mang tính cạnh tranh và tạo điều kiện để tiếp cận thông tin một cách hiệu quả. Đối với tất cả các đối tượng tham gia thị trường, việc tiếp cận thông tin là một điều kiện giúp họ đánh giá được giá trị chứng khoán một cách chính xác và có cơ sở. Ngoài ra, thiết lập lại hệ thống giao dịch, hình thức phát hành, thành lập tổ chức định mức tín nhiệm, quan tâm đến vai trò của nhà tạo lập thị trường, nhà bảo lãnh phát hành ... đều là những nội dung quan trọng cần thực hiện nhằm hoàn chỉnh cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng và thị trường trái phiếu nói chung.

II.3.3 – Chưa có đường cong lãi suất chuẩn

Ở các nền kinh tế phát triển, các chứng khoán cơ sở trên thị trường trái phiếu thường là những chứng khoán nợ của chính phủ được giao dịch tích cực nhất với thời gian đáo hạn rất đa dạng, từ loại đáo hạn sau 5 năm đến những trái phiếu có thời hạn 10 năm, 20 năm hay thậm chí là 30 năm. Đây là những chứng khoán nợ được xếp hạng tín nhiệm cao nhất trong số các loại chứng khoán nợ được phát hành ở nước đó, chúng đều có tính thanh khoản cao, các thủ tục phát hành hiệu quả và minh bạch. Giá giao dịch thực tế của các chứng khoán này được sử dụng để tính mức lợi suất trái phiếu, các mức lợi suất này được dùng để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, làm cơ sở xác định giá trên thị trường sơ cấp cũng như trên thị trường thứ cấp đối với các trái phiếu có cùng thời gian đáo hạn.

Thực tế sau hơn 6 năm kể từ khi thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức đi vào hoạt động, đến nay trái phiếu Chính phủ đã được phát hành đều đặn mỗi tháng với kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và được thực hiện qua các kênh : đấu thầu, bảo lãnh, bán lẻ. Kênh đấu thầu trái phiếu qua Trung Tâm Giao dịch chứng khoán đã thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư, chiếm 37% tổng khối lượng phát hành không kể tín phiếu, kênh bảo lãnh chiếm 44% và bán lẻ chiếm 19%. Tính đến nay, dư nợ trái phiếu đạt trên 80.000 tỷ đồng, trong đó tổng giá trị niêm yết đạt trên 50.000 tỷ đồng với khoảng 370 loại trái phiếu niêm yết giao dịch trên Trung tâm giao dịch chứng khoán (*Nguồn : Tạp chí Tài chính Doanh nghiệp số 8-2006*).

Tuy nhiên, tình hình giao dịch trái phiếu ở thị trường thứ cấp chưa thực sự sôi động, thị trường trái phiếu Chính phủ chưa phát huy được vai trò làm chuẩn cho thị trường trái phiếu công ty, do vậy chưa có nền tảng cơ bản về lãi suất để các doanh nghiệp có cơ sở xác định lãi suất khi phát hành trái phiếu công ty.

II.3.4 – Nhận thức về chứng khoán của doanh nghiệp và nhà đầu tư còn hạn chế

Các doanh nghiệp Việt Nam vẫn chưa nhận thức hết ưu điểm và tầm quan trọng của phương thức huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu. Thực tế này

ngoài nguyên nhân do những hiểu biết còn hạn chế về thị trường chứng khoán và các công cụ huy động vốn trên thị trường này, còn do lãi suất trả cho việc đi vay bằng trái phiếu cao hơn lãi vay ngân hàng, nhất là còn có những doanh nghiệp nhà nước được hưởng ưu đãi trong việc vay vốn ngân hàng hoặc vay các nguồn khác, cụ thể như được vay với lãi suất rất thấp, không cần tài sản thế chấp nên không muốn phát hành trái phiếu để gánh một mức chi phí cao hơn.

Bên cạnh đó, trình độ quản lý kém, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp không ổn định cũng gây tâm lý ngại huy động vốn bằng phát hành trái phiếu, vì khi huy động vốn nợ bằng kênh này, doanh nghiệp phải có kỹ năng quản lý luồng tiền tốt, nghĩa là phải duy trì luồng tiền đều đặn hàng năm để trả lãi cho các trái chủ. Điều này cũng đòi hỏi lợi nhuận trung bình hàng năm của các doanh nghiệp phải đều, đây là một vấn đề không phải doanh nghiệp nào cũng có khả năng thực hiện được.

Ngoài ra, các tổ chức chuyên nghiệp hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán chưa phát triển, doanh nghiệp phát hành chưa được hưởng dịch vụ do những tổ chức này cung cấp, chưa có niềm tin về hiệu quả của đợt phát hành... Với những lý do nêu trên, doanh nghiệp thực sự chưa mặn mà với việc phát hành trái phiếu, kết quả là hạn chế nguồn cung trái phiếu công ty trên thị trường sơ cấp đồng thời khan hiếm hàng hóa để thị trường thứ cấp vận hành.

Về phía dân chúng, thói quen phổ biến trong nhiều năm là gửi tiền tiết kiệm vừa hưởng lãi vừa được đảm bảo an toàn, hoặc mua vàng mua ngoại tệ cất giữ. Việc đầu tư vào các công cụ trên thị trường chứng khoán còn khá mới mẻ, tâm lý ngại rủi ro do thiếu hiểu biết. Bên cạnh đó, một quan niệm thường thấy ở những người sở hữu trái phiếu, cho dù là trái phiếu chính phủ hay trái phiếu doanh nghiệp, đều coi trái phiếu như một phương thức tiết kiệm hơn là công cụ đầu tư nên thường nắm giữ trái phiếu đến khi đáo hạn để được hưởng tiền lãi định kỳ và cuối cùng nhận lại khoản vốn gốc ban đầu. Điều này làm hạn chế các giao dịch mua, bán lại, hay nói cách khác là làm cho thị trường thứ cấp rơi vào tình trạng đóng băng.

❖ Kết luận chương II :

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam còn kém phát triển ngoài những nguyên nhân do khung pháp lý chưa được xây dựng hoàn chỉnh, cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu còn hạn chế, chưa có nền tảng lãi suất chuẩn, còn có nguyên nhân từ nhận thức tư tưởng, kiến thức quản trị kém, tâm lý e ngại, sợ rủi ro khi thay đổi hình thức huy động vốn của một số doanh nghiệp, đặc biệt là khối doanh nghiệp nhà nước do họ còn được bao cấp nên dễ dàng vay vốn tín dụng với giá rẻ, hơn nữa họ còn bị chi phối bởi cơ quan chủ quản các cấp nên không phát huy tính chủ động sáng tạo trong thời kỳ đổi mới.

Ở thời điểm hiện tại, thị trường chứng khoán tuy đã có bước khởi sắc và ngày càng sôi động, chủ trương cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đang được đẩy mạnh, tạo điều kiện thuận lợi để thị trường trái phiếu doanh nghiệp vận động. Mặc dù vậy, vẫn cần phải có những giải pháp hoàn thiện và thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển phù hợp với mục tiêu chiến lược của nền kinh tế Việt Nam.



CHƯƠNG 3 :

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

Với mục tiêu tăng trưởng từ 7% - 8% GDP / năm, nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển, đặc biệt là khu vực doanh nghiệp sẽ rất lớn. Vì vậy, ngoài các nguồn vốn hiện có như nguồn vốn chủ sở hữu, nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng ... cần phải tạo ra các kênh mới cho việc huy động vốn của các doanh nghiệp, do đó phát triển thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng đang ngày càng trở nên cấp thiết. Từ tình hình thực tế đã nêu ở chương II cho thấy, để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở thành kênh huy động vốn nợ có hiệu quả, góp phần làm giảm gánh nặng rủi ro cho hệ thống ngân hàng, đòi hỏi phải có sự nỗ lực rất cao của các cấp, các ngành trong việc hoàn thiện môi trường pháp lý; phối hợp, kết hợp đồng bộ các chính sách kinh tế vĩ mô; nâng cấp cơ sở hạ tầng và công nghệ thông tin nhằm hỗ trợ cho sự phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Bối cảnh kinh tế hiện nay đã mở ra nhiều cơ hội và không ít thách thức để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển, cụ thể như sau :

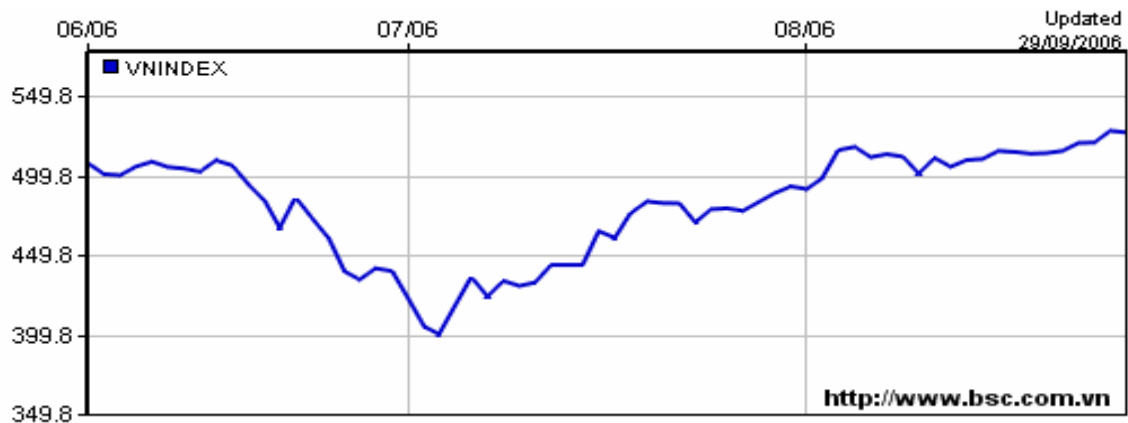
III.1 – Cơ hội, thách thức để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

III.1.1 – Cơ hội

Hiện cả nước có khoảng 250.000 doanh nghiệp, mục tiêu phấn đấu đến năm 2010 sẽ có 500.000 doanh nghiệp, trong đó số lượng doanh nghiệp hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn dự kiến sẽ gia tăng nhanh chóng, nhất là sau khi hoàn tất quá trình sắp xếp, chuyển đổi các doanh nghiệp nhà nước theo chủ trương của Chính phủ.

Việc cổ phần hóa gắn liền với niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán sẽ tạo nguồn cung hàng hóa dồi dào cho thị trường, thúc đẩy thị trường thứ cấp phát triển. Thực tế cho thấy từ đầu năm 2006 đến nay, thị trường chứng khoán đã có dấu

hiệu khởi sắc, chỉ số VN-Index biến động theo chiều hướng tốt, thể hiện ở biểu đồ sau:



Nhận định chung rằng, 6 tháng đầu năm 2006 là khoảng thời gian thị trường chứng khoán Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ nhất kể từ khi thành lập thị trường. Chỉ số VN-Index đã xác lập đỉnh cao mới, đạt 632,69 điểm vào phiên giao dịch ngày 25/4/2006 (đỉnh cao trước đó là phiên giao dịch ngày 25/6/2001 đạt 571,04 điểm). Với đà phát triển như hiện nay cộng với các điều kiện kinh tế vĩ mô rất thuận lợi, hứa hẹn TTCK Việt Nam sẽ còn những giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ như thời gian qua. Ngay trong năm chứng khoán 2006-2007, TTCK Việt Nam đã có những cơ hội phát triển khá rõ nét: thị trường đã tiến tới một nấc thang phát triển mới, ổn định và theo quy luật thị trường hơn; giá chứng khoán giao dịch được hình thành trên cơ sở cung cầu trên thị trường; nhà đầu tư chuyên nghiệp hơn, công chúng cũng biết nhiều về TTCK hơn. Thị trường chứng khoán ngày càng sôi động sẽ thu hút doanh nghiệp lẫn công chúng đầu tư không chỉ quan tâm đến cổ phiếu mà cả trái phiếu, tạo điều kiện thuận lợi để thị trường trái phiếu doanh nghiệp vận động.

Về phương diện chính sách, Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư mới được Quốc hội thông qua năm 2005 đã cho phép các doanh nghiệp được phát hành trái phiếu để huy động vốn trên thị trường. Gần đây nhất, sự kiện Chính phủ ban hành Nghị định 52/2006/NĐ-CP là một bước kiện toàn về hệ thống chính sách quản lý của Nhà nước, đảm bảo cho hệ thống chính sách toàn diện hơn, hoạt động của các doanh nghiệp được thực hiện công khai, minh bạch hơn.

Việc ban hành Nghị định 52/2006/NĐ-CP còn tạo điều kiện giải quyết các vấn đề lớn như sau :

- Khuyến khích các doanh nghiệp trực tiếp tham gia huy động vốn trên thị trường để phục vụ mục tiêu đầu tư phát triển của doanh nghiệp, kể cả mục tiêu tăng quy mô vốn tự có.

- Xác lập các nguyên tắc cơ bản trong quan hệ mua bán trái phiếu nhằm gắn trách nhiệm huy động vốn của các doanh nghiệp với mục tiêu sử dụng và nghĩa vụ hoàn trả (nợ gốc và lãi); bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp cho các nhà đầu tư.

- Tăng tính đa dạng của công cụ đầu tư, tạo điều kiện thúc đẩy sự phát triển của thị trường vốn trong nước, đồng thời giảm bớt gánh nặng cho vay vốn trung và dài hạn của hệ thống ngân hàng, góp phần hạn chế các rủi ro tiềm tàng của hệ thống tài chính.

Như vậy, Nghị định 52/2006/NĐ-CP chỉ quy định việc phát hành trái phiếu riêng lẻ (không phải là phát hành trái phiếu ra công chúng theo quy định của pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán), nên các điều kiện để doanh nghiệp phát hành trái phiếu phù hợp với điều kiện thực tế của các doanh nghiệp Việt Nam như : doanh nghiệp chỉ cần có thời gian hoạt động tối thiểu là một năm kể từ ngày doanh nghiệp chính thức đi vào hoạt động, có báo cáo tài chính của năm liền kề trước năm phát hành được kiểm toán và kết quả hoạt động kinh doanh của năm đó phải có lãi. Phương án phát hành trái phiếu của doanh nghiệp phải được tổ chức, cá nhân có thẩm quyền thông qua và công bố công khai cho các nhà đầu tư biết. Riêng đối với trái phiếu bổ sung vốn tự có do các tổ chức tín dụng thuộc sở hữu nhà nước và trái phiếu của các doanh nghiệp Nhà nước, phương án phát hành trái phiếu phải được Bộ Tài chính chấp thuận.

Phương án phát hành trái phiếu phải thể hiện được mục đích phát hành trái phiếu; các thông tin về ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh và kết quả hoạt động của doanh nghiệp; khối lượng, kỳ hạn, lãi suất trái phiếu ; tỷ lệ chuyển đổi, thời hạn chuyển đổi, biên độ biến động giá cổ phiếu (đối với trường hợp phát hành trái phiếu

chuyển đổi); phương thức phát hành trái phiếu và các tổ chức tham gia bảo lãnh phát hành, bảo lãnh thanh toán, đại lý phát hành, đại lý thanh toán trái phiếu; kế hoạch bố trí nguồn thanh toán gốc, lãi trái phiếu và các cam kết khác đối với người sở hữu trái phiếu...

Doanh nghiệp phát hành trái phiếu theo nguyên tắc tự vay, tự trả và tự chịu trách nhiệm về hiệu quả sử dụng vốn vay. Các hoạt động phát hành trái phiếu phải đảm bảo tính công khai, minh bạch, công bằng, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư và đương nhiên phải tuân thủ các quy định của pháp luật liên quan.

Số tiền thu từ phát hành trái phiếu được sử dụng để thực hiện các dự án đầu tư; cơ cấu lại các khoản vay trung và dài hạn, tăng quy mô vốn hoạt động của doanh nghiệp (đối với trái phiếu chuyển đổi), doanh nghiệp phải sử dụng tiền thu từ phát hành trái phiếu theo đúng mục đích đã cam kết với các nhà đầu tư và thanh toán đầy đủ, đúng hạn gốc, lãi trái phiếu khi đáo hạn.

Bên cạnh đó, doanh nghiệp phải thực hiện đầy đủ nghĩa vụ công bố thông tin và chịu trách nhiệm về tính chính xác, trung thực của các thông tin đã công bố cũng như các trách nhiệm cam kết với tổ chức bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành, đại lý thanh toán và tổ chức được ủy quyền đấu thầu trái phiếu, doanh nghiệp được mua lại trái phiếu đã phát hành trước hạn nếu người sở hữu trái phiếu tự nguyện bán lại cho doanh nghiệp phát hành. Các tổ chức phát hành, tổ chức kiểm toán chịu trách nhiệm về tính chính xác, trung thực của các thông tin công bố hoặc xác nhận.

Quyền lợi của người chủ sở hữu trái phiếu là được nhận thanh toán đầy đủ các khoản lãi và gốc trái phiếu khi đến hạn, được dùng trái phiếu để chuyển nhượng, cho, tặng, để lại thừa kế, chiết khấu, thế chấp và cầm cố trong các quan hệ tín dụng, dân sự theo quy định của pháp luật, chỉ không được dùng trái phiếu để thay thế tiền trong lưu thông và thực hiện nghĩa vụ tài chính với Nhà nước.

Song song đó, Luật chứng khoán đã được Quốc hội khóa XI, kỳ họp thứ 9 thông qua ngày 29/6/2006 là văn bản pháp luật cao nhất về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Luật chứng khoán kế thừa những mặt ưu điểm, tích cực của Nghị

định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003, tạo cơ sở cho thị trường chứng khoán phát triển nhanh và ổn định, tạo tâm lý yên tâm cho tổ chức, cá nhân tham gia kinh doanh, đầu tư vào thị trường chứng khoán và đảm bảo lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư; giúp cho công chúng hiểu rõ hơn về chứng khoán, thị trường chứng khoán và có cơ sở pháp lý để công chúng tham gia thị trường chứng khoán. Luật ra đời cũng sẽ giúp việc phân định rõ vai trò của từng thị trường vốn dài hạn, trung hạn và ngắn hạn trong cơ cấu thị trường tài chính, đảm bảo và phát huy quyền tự chủ của doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường chứng khoán, giảm gánh nặng trong việc dùng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của hệ thống ngân hàng hiện nay và góp phần tăng cường tính công khai, minh bạch trong các hoạt động kinh tế nói chung và trong cộng đồng các doanh nghiệp nói riêng.

Khi Luật Chứng khoán chính thức có hiệu lực từ ngày 1/1/2007, chắc chắn thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục có những chuyển biến tích cực và do vậy thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ không đứng ngoài sự vận động đó.

III.1.2 – Thách thức

Ngoài những nguyên nhân dẫn đến tình trạng kém phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp như đã đề cập trong chương II, ở thời điểm hiện tại thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn đối mặt với một số thách thức sau :

- Việc ban hành các văn bản hướng dẫn thi hành còn chậm chạp, thiếu đồng bộ, không theo kịp xu thế của nền kinh tế. Cụ thể, Nghị định số 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 có hiệu lực từ 1/7/2006 nhưng đã 4 tháng sau ngày Nghị định có hiệu lực Thông tư hướng dẫn vẫn còn dự thảo, Luật Chứng khoán chính thức có hiệu lực từ ngày 1/1/2007 và sau ngày có hiệu lực doanh nghiệp còn phải chờ Nghị định rồi Thông tư hướng dẫn mới thực hiện được việc phát hành trái phiếu theo Luật này. Do vậy, doanh nghiệp khó tránh khỏi lúng túng khi quyết định hình thức tài trợ vốn trung và dài hạn, phía nhà đầu tư không khỏi lo lắng về quyền lợi của mình khi quyết định đầu tư vào trái phiếu trong giai đoạn hiện nay.

- Còn tồn tại bất bình đẳng giữa các khu vực doanh nghiệp, các doanh nghiệp nhà nước được hỗ trợ về vốn hoặc được cho vay ưu đãi nên doanh nghiệp “chưa cần” gõ cửa thị trường chứng khoán vẫn có vốn rẻ để đầu tư kinh doanh. Hệ thống ngân hàng thương mại vẫn chủ yếu kinh doanh “độc canh” trên thị trường vốn tín dụng truyền thống nên vẫn là kênh cung ứng vốn chủ yếu cho nền kinh tế. Những tồn tại này làm hạn chế nguồn cung trái phiếu do các doanh nghiệp không mặn mà với kênh huy động vốn bằng phát hành trái phiếu, ảnh hưởng đến sự phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

- Việc cụ thể hóa mô hình, chính sách và giải pháp phát triển thị trường chứng khoán trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán còn chậm, cơ chế quản trị công ty, chế độ kế toán kiểm toán còn nhiều điểm chưa phù hợp thông lệ quốc tế, quy định về công bố thông tin chưa chuẩn xác ... Thị trường chứng khoán Việt Nam còn hạn chế chắc chắn sẽ là rào cản cho sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

- Thu nhập của người dân còn thấp, nguồn tiền nhàn rỗi nhỏ lẻ, nên họ quen tích lũy bằng cách mua vàng cất giữ hoặc gửi tiết kiệm. Với họ, khái niệm đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp là khá xa lạ và nhiều rủi ro. Hạn chế này khiến cho nguồn tiền nhàn rỗi trong dân cư thường chảy vào ngân hàng là tất yếu, thị trường trái phiếu doanh nghiệp khó lôi kéo nhóm đối tượng này.

Tự trung lại, để thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế như sứ mệnh phải có của nó, trên cơ sở tìm hiểu các nguyên nhân từ thực trạng kém phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian qua, phân tích các cơ hội và thách thức trong hiện tại, đề tài mạnh dạn đưa ra một số vấn đề cần thực hiện trong thời gian sắp tới nhằm mục đích phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.

III.2- Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.

Phát triển thị trường vốn là mục tiêu chiến lược quan trọng trong cơ cấu lại nền tài chính Việt Nam, việc phát hành trái phiếu sao cho hiệu quả cũng là một trong

những mục tiêu đó và cần phải được thay đổi theo hướng chuyên nghiệp hơn, phù hợp với thông lệ quốc tế. Muốn vậy, các giải pháp thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển cần được thực hiện đồng bộ với những giải pháp phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam và thị trường trái phiếu Chính phủ. Cụ thể như sau :

III.2.1- Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và hệ thống quản lý

Hiện có hai văn bản mới ảnh hưởng đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đó là Nghị định 52/2006/NĐ-CP quy định việc phát hành trái phiếu riêng lẻ và Luật chứng khoán điều chỉnh việc phát hành trái phiếu ra công chúng, để thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp, các cơ quan Chính phủ cần khẩn trương xây dựng và ban hành các văn bản hướng dẫn thi hành, nhằm đưa Luật và Nghị định sớm đi vào thực tiễn cuộc sống, đáp ứng mong mỏi của các doanh nghiệp và nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

Song song đó, cần tiếp tục rà soát, bổ sung các văn bản pháp luật, phối hợp chặt chẽ với các cơ quan hữu quan trong việc hoàn thiện các văn bản pháp luật để giảm thiểu sự mâu thuẫn và chồng chéo; Ưu tiên tạo lập cơ sở pháp lý cho việc hoàn thiện các chuẩn mực quản lý, giám sát và tổ chức hệ thống giám sát mạnh, phù hợp với thông lệ quốc tế; Ban hành các quy định để tạo cơ sở pháp lý cho các công ty chứng khoán tái cơ cấu theo hướng tăng quy mô vốn, phát triển nguồn nhân lực, mở rộng phạm vi và mạng lưới cung cấp dịch vụ, tăng cường áp dụng công nghệ thông tin trong cung cấp dịch vụ chứng khoán nói chung, trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

Bên cạnh đó, chính sách tín dụng của Ngân hàng Nhà nước có tác động rất lớn đến lựa chọn hình thức huy động vốn của các doanh nghiệp và theo đó có vai trò quan trọng đối với sự phát triển của thị trường sơ cấp. Nếu Ngân hàng Nhà nước thực hiện mở rộng tín dụng sẽ không khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu vì họ không phải khó khăn khi tiếp cận các khoản vay ngân hàng, hoặc nếu chính sách hỗ trợ doanh nghiệp nhà nước vẫn duy trì thì khó có thể khuyến khích các doanh nghiệp tìm đến kênh huy động vốn bằng phát hành trái phiếu. Vì lẽ đó, cần phải có

sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý trong việc ban hành cơ chế chính sách phù hợp với mục tiêu phát triển vĩ mô của nền kinh tế.

Về quản lý thị trường, thực hiện quản lý theo các chuẩn mực để sớm hình thành cơ chế quản lý bình đẳng với hiệu quả cao. Thực hiện quản lý theo chức năng nghĩa là mọi đối tượng có chức năng như nhau với các rủi ro như nhau sẽ chịu một chế độ quản lý như nhau. Phát triển các chuẩn mực quản trị công ty, nâng cao chất lượng và tính độc lập của kiểm toán, công khai và minh bạch thông tin kịp thời, nâng cao hiệu quả giám sát từ phía Nhà nước, đồng thời tăng cường vai trò của công chúng đầu tư trong việc phát hiện các dấu hiệu vi phạm, loại bỏ các hình thức bao cấp, đặc quyền về vốn đối với các doanh nghiệp nhà nước, thực hiện bình đẳng giữa các doanh nghiệp trong huy động vốn qua thị trường chứng khoán.

III.2.2- Giải pháp phát triển thị trường sơ cấp

Phù hợp với quy luật của kinh tế thị trường, để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển đòi hỏi phải có nguồn cung hàng hóa (trái phiếu doanh nghiệp) dồi dào, có cung ắt có cầu và ngược lại. Mối quan hệ giữa cung – cầu trái phiếu doanh nghiệp sẽ thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở thành nơi thu hút đông đảo những người có nguồn tiền nhàn rỗi tham gia, tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn với chi phí thấp nhất.

Trước hết, để tạo nguồn cung hàng hóa cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp, bên cạnh các giải pháp hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và hệ thống quản lý, cần có các giải pháp phát triển thị trường sơ cấp nhằm khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu huy động vốn. Muốn vậy, cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp cần hoàn thiện theo hướng :

III.2.2.1- Tạo đường cong lãi suất chuẩn – nền tảng lãi suất

Thực tế hiện nay, doanh nghiệp rất lúng túng khi xác định mức lãi suất hợp lý để huy động vốn, vì nếu đi vay ngân hàng doanh nghiệp phụ thuộc vào lãi suất cho vay của ngân hàng, còn trường hợp phát hành trái phiếu, doanh nghiệp phải tự xác định mức lãi suất phù hợp với tình hình thị trường và điều kiện của doanh nghiệp, do

vậy sự tồn tại một đường cong lãi suất chuẩn để làm cơ sở cho việc xác định lãi suất trái phiếu doanh nghiệp là hết sức cần thiết. Vì đường cong này được hình thành từ lãi suất trái phiếu chính phủ, nên yêu cầu đặt ra là phải có một thị trường trái phiếu chính phủ phát triển đủ mạnh, trái phiếu chính phủ phải được phát hành đều đặn, định kỳ với thời hạn đa dạng và phải được chuẩn hóa về các đặc tính kỹ thuật như mệnh giá, lãi suất, thời điểm đáo hạn. Với nguyên tắc thông thường, trái phiếu có thời gian đáo hạn càng dài thì lãi suất càng cao, do mức bù đắp rủi ro kỳ hạn càng lớn.

Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp = Lãi suất trái phiếu chính phủ + Mức bù

Uy tín của doanh nghiệp chính là cơ sở để xác định mức bù hợp lý, doanh nghiệp nào được đánh giá cao, hoặc được tổ chức định mức tín nhiệm càng cao thì mức bù rủi ro càng thấp và do đó lãi suất trái phiếu phát hành sẽ thấp hơn mức lãi suất trái phiếu của những doanh nghiệp bị xếp hạng tín nhiệm thấp.

Sự kiện hoạt động đấu thầu trái phiếu Chính phủ được chuyển về sàn giao dịch Hà Nội từ ngày 1/7/2006 theo Quyết định số 2276/2006/QĐ-BTC và việc phát hành trái phiếu Chính phủ theo lô lớn được quy định tại Quyết định số 46/2006/QĐ-BTC được coi là bước đi đầu tiên trong chiến lược xây dựng một thị trường trái phiếu chuyên nghiệp, mở ra một tương lai gần sẽ có nền tảng cơ bản lãi suất chuẩn cho các công cụ nợ, làm cơ sở cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu.

III.2.2.2 – Xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm

✘ Sự cần thiết phải xây dựng hệ thống định mức tín nhiệm (ĐMTN)

Có thể nói, việc xây dựng hệ thống ĐMTN hiện đã trở nên cấp thiết. Hệ thống này không những sẽ giúp cho công chúng đầu tư hiểu rõ về doanh nghiệp phát hành, mà còn có giá trị để các tổ chức tín dụng ngân hàng và phi ngân hàng đánh giá làm căn cứ để mở rộng cho vay cầm cố. Tháng 4/2006 vừa qua, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) đã thuê hãng Mood's xếp hạng nên đợt phát hành trái phiếu tăng vốn của BIDV rất thành công. Tuy nhiên, doanh nghiệp Việt Nam hiện nay chủ yếu có quy mô vừa và nhỏ, việc thuê các hãng lớn nước ngoài sẽ rất tốn

kém, do vậy Việt Nam cần tự xây dựng hệ thống ĐMTN, hoạch định lộ trình để tiến tới xây dựng được các quy định về ĐMTN theo tiêu chuẩn Việt Nam, nhưng vẫn đảm bảo phù hợp tiêu chuẩn quốc tế.

Quy mô xếp hạng tín dụng		
Moody's	Standard & Poor's	Chất lượng
Aaa Aa1 Aa2 Aa3 A 1 A 2 A 3 Baa1 Baa2 Baa3	AAA AA+ AA AA A+ A A- BBB+ BBB BBB-	Mức đầu tư
Ba1 Ba2 Ba3 B 1 B 2 B 3	BB+ BB BB- B+ B B-	Mức đầu cơ
Caa Ca C	CCC+ CC C D	(Sắp) mất khả năng thanh toán

Về lâu dài, sự tồn tại của một hệ thống ĐMTN là vô cùng cần thiết để thị trường trái phiếu doanh nghiệp vận hành có hiệu quả. Nó cung cấp các thước đo rủi ro tương đối của các loại trái phiếu trong danh mục lựa chọn để đầu tư, góp phần phân bổ các nguồn lực tài chính đạt hiệu quả, đem lại cho các tổ chức phát hành trái phiếu động lực để cải thiện tình hình tài chính, làm tăng số lượng cũng như chất lượng các thông tin về tổ chức phát hành, làm giảm nhẹ những thiệt hại về thanh khoản cho chứng khoán.

Mục tiêu của việc xếp hạng mức tín nhiệm là cung cấp những ý kiến độc lập và khách quan về rủi ro tín dụng tương đối của các công cụ tài chính được đánh giá (trong đó chủ yếu là trái phiếu) cho các nhà đầu tư thông qua một hệ thống gồm những ký hiệu đơn giản (*Tham khảo bảng Quy mô xếp hạng tín dụng của Moody's và Standard & Poor's*). Các ký hiệu này biểu thị mức độ rủi ro tương đối về khả năng và mức

độ sẵn sàng của tổ chức phát hành chứng khoán nợ trong việc thực hiện nghĩa vụ hoàn trả gốc và lãi một cách đầy đủ, đúng hạn. Mức tín nhiệm càng cao, rủi ro tín dụng của trái phiếu càng thấp, hay nói cách khác là việc đầu tư vào trái phiếu đó càng an toàn. Một hệ thống định mức tín nhiệm đáng tin cậy sẽ thúc đẩy khả năng chuyển nhượng của trái phiếu trên thị trường. Không những thế, đối với chứng khoán nợ được phát hành với mức tín nhiệm thấp hơn (phản ánh rủi ro tín dụng cao hơn), các nhà đầu tư sẽ yêu cầu lãi suất cao hơn để bù đắp cho mức rủi ro lớn. Sự khác biệt về

lãi suất trên cơ sở rủi ro đem lại hai tác động có lợi : thứ nhất là sự phân bổ nguồn lực hiệu quả từ phía các nhà đầu tư (nghĩa là vốn đầu tư sẽ tập trung cho những dự án hay những doanh nghiệp kinh doanh an toàn và có lãi, đảm bảo luồng tiền thanh toán lãi và gốc đều đặn cho người đầu tư nắm giữ trái phiếu do các doanh nghiệp đó phát hành); thứ hai là khuyến khích các công ty cải thiện cơ cấu tài chính của mình để đạt được mức tín nhiệm cao hơn, qua đó chi phí vay vốn của họ có thể giảm bớt. Sự tồn tại của một hệ thống ĐMTN còn khuyến khích tính minh bạch, tăng thêm các luồng thông tin, cải thiện hiệu quả hoạt động kế toán – kiểm toán. Một sự tái phân phối vốn nợ hợp lý, hiệu quả và liên tục thông qua thị trường chứng khoán khó có thể thực hiện được nếu không có các tổ chức định mức tín dụng đáng tin cậy.

Ngoài ra, việc sử dụng một hệ thống đơn giản gồm các ký hiệu về ĐMTN sẽ làm giảm bớt sự phân mảnh độ an toàn của các trái phiếu và làm tăng tới một mức nào đó tính thanh khoản của chúng. Hệ thống đó sẽ nhóm các trái phiếu phát hành có mức độ tín nhiệm như nhau hoặc gần như nhau thành một nhóm riêng rẽ trong vô số các trái phiếu được xếp hạng bởi cùng một cơ quan tín dụng. Điều này sẽ tạo cơ sở cho khả năng có thể hoán đổi lẫn nhau giữa các trái phiếu của các tổ chức phát hành khác nhau, và thúc đẩy các hoạt động mua bán song hành, nhờ vậy thị trường trái phiếu có tính thanh khoản cao hơn.

Điều lý tưởng nhất cho sự phát triển của một thị trường trái phiếu doanh nghiệp là trên thị trường đó phải có nhiều tổ chức ĐMTN cùng đồng thời hoạt động, vì như vậy mới có thể thúc đẩy sự cạnh tranh giữa các tổ chức này về mặt hiệu quả và chất lượng chuyên môn, đồng thời cho phép những người sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm so sánh các đánh giá xếp hạng khác nhau mà về bản chất vốn là những ý kiến phần nào mang tính chủ quan. Không những thế, các cơ quan ĐMTN đó cần phải có vị thế độc lập, hoạt động không vì mục đích vụ lợi. Tuy nhiên, ở các nước đang phát triển rất khó có được dù chỉ một tổ chức ĐMTN tồn tại độc lập. Để đạt được điều này, trên thị trường phải có một khối lượng trái phiếu công ty nhất định, song đây không phải là một mục tiêu dễ dàng, do bởi hai nguyên nhân như sau : thứ

nhất, phí trả cho dịch vụ xếp hạng tín nhiệm nói chung rất thấp; thứ hai để có được một số lượng tối hạn các trái phiếu công ty trên thị trường đòi hỏi một khoảng thời gian tương đối dài. Một tổ chức ĐMTN thường không thể tính và thu một khoản phí dịch vụ lớn, vì nếu không thì việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu sẽ trở nên tốn kém và không hấp dẫn về mặt kinh tế đối với các công ty. Thêm vào đó, một thị trường trái phiếu công ty thường phải mất nhiều năm mới đạt tới quy mô cần thiết, có khi đến 5 năm, 10 năm. Chính vì vậy, sự độc lập về mặt tài chính của các công ty hoạt động trong lĩnh vực ĐMTN không dễ gì đạt được trong một thời gian ngắn.

Như vậy, hoàn toàn là bình thường khi các tổ chức định mức tín nhiệm tại các thị trường trái phiếu non trẻ thường phải trải qua một thời kỳ rất khó khăn về tài chính, thiếu nguồn lực cho sự phát triển chiều sâu, và do vậy có thể dẫn đến đánh giá là tính tin cậy trong chuyên môn chưa cao.

✘ Mục đích hình thành và phát triển tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam

Trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010 đã đề cập chủ trương hình thành và phát triển một hệ thống các tổ chức định mức tín nhiệm (Credit Rating Agency – CRA) nhưng đến nay vẫn còn những khó khăn trước mắt đối với việc thiết lập ngành định mức tín nhiệm.

Trước hết, việc hình thành và phát triển các CRA trong nước sẽ mang lại những lợi ích sau :

- Các CRA cung cấp nguồn thông tin về “rủi ro tín dụng”, nên sẽ làm sâu sắc thêm kiến thức về các trái phiếu trước khi quyết định đầu tư. Với thông tin đó, nhà đầu tư sẽ yêu tâm hơn khi đầu tư vào các công cụ tài chính thay vì đầu tư vào các tài sản khác.

- Là một chứng chỉ chuẩn về tình trạng tài chính, định mức tín nhiệm giúp các nhà phát hành có thể tìm kiếm tài trợ từ nhiều nhóm đầu tư hơn, điều này rất quan trọng trong bối cảnh Việt Nam bắt đầu tìm kiếm thêm nguồn tài trợ từ bên ngoài cho

phát triển. Nói cách khác, các CRA trong nước có thể cung cấp một công cụ tiếp thị cho các doanh nghiệp có vay nợ khách hàng.

- Thiết lập các CRA trong nước có thể giúp tạo ra một hệ thống hoạt động theo thị trường cho các nhà quản lý Việt Nam. Việc cố tình xếp hạng không chính xác tình trạng tài chính của một số ngành có thể gây nhiều phí tổn, đặc biệt là về mặt dài hạn, vì xây dựng lại lòng tin cho người sử dụng còn khó hơn nhiều. Ngược lại, việc cho phép hoạt động định mức tín nhiệm theo thị trường có thể giúp công tác giám sát được tốt hơn, các nhà quản lý phải có sự lưu tâm đặc biệt đến các tổ chức bị xếp hạng tín nhiệm thấp và cách thức xử lý các vấn đề tiềm ẩn.

- Trong giai đoạn hiện nay, vai trò của các CRA quốc tế cần được xem xét một cách phù hợp vì những dịch vụ của họ có thể giúp các công ty lớn của Việt Nam thu hút được vốn quốc tế. Bên cạnh đó, sự hiện diện của các CRA quốc tế làm gia tăng phạm vi lựa chọn và chất lượng dịch vụ được cung cấp cho các tổ chức phát hành và các nhà đầu tư. Áp lực cạnh tranh từ các CRA quốc tế cũng buộc các đối tác trong nước phải cải thiện chất lượng và khả năng cạnh tranh của các dịch vụ được cung cấp.

Tuy nhiên, để các CRA trong nước có cơ hội phát triển, ở giai đoạn đầu nên hạn chế sự tham gia của các CRA quốc tế ở việc hỗ trợ thu hút vốn quốc tế, sự tham gia của các CRA ở các mảng thị trường khác chỉ nên cho phép sau một thời gian nhất định, với điều kiện lộ trình mở cửa phải minh bạch và có độ tin cậy cao.

✘ Tổ chức và hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm (CRA)

Bước đi đầu tiên trong quá trình xây dựng hệ thống các CRA là phải hiện thực hóa được các yêu cầu, nhằm tạo dựng được sự tín nhiệm. Đây là một vấn đề mang tính chủ quan và thuộc về khía cạnh nhận thức. Để làm được điều này, cần phải làm cho các nhà đầu tư, người đi vay, các nhà quản lý và các tổ chức trung gian thị trường hiểu được thế nào là định mức tín nhiệm và những lợi ích mà nó mang lại. Bên cạnh đó phải giành được sự tin cậy, tín nhiệm từ phía những người ủy thác và tạo ra một ngành kinh doanh có sự tăng trưởng dần về số lượng. Mục tiêu hợp lý nhất cho chiến

dịch tuyên truyền về định mức tín nhiệm chính là các định chế tài chính bởi họ sẽ là đối tượng đầu tiên sử dụng dịch vụ định mức tín nhiệm này để phục vụ cho công việc kinh doanh của mình.

Để định mức tín nhiệm có đóng góp thực sự hiệu quả cho sự phát triển thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng, các CRA của Việt Nam cần đảm bảo các yêu cầu sau :

- Phải có tính độc lập trong quá trình ĐMTN, đây là điều kiện tối cần thiết đối với sự phát triển bền vững ngành ĐMTN ở Việt Nam. Do bởi các tổ chức phát hành luôn muốn có xếp hạng ĐMTN cao nên họ có thể sẵn lòng hối lộ CRA hoặc tìm cách vận động CRA che dấu những vấn đề khó khăn của họ, dẫn đến kết quả ĐMTN sai lệch sẽ rất nguy hiểm vì nó càng làm trầm trọng tình trạng bất cân xứng thông tin giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Hơn nữa, một khi kết quả ĐMTN bị phát hiện sai lệch thì ngành ĐMTN có thể bị sụp đổ vì khó xây dựng lại lòng tin.

- Cơ cấu sở hữu và quản lý các CRA phải đảm bảo sự hoạt động mang tính độc lập. Trong điều kiện hiện tại, có một số lý do chưa thuận cho việc thành lập các công ty ĐMTN tư nhân vì các tổ chức tư nhân thường có quy mô nhỏ so với yêu cầu phát triển của thị trường nên sẽ có thể không đạt được hiệu quả kinh tế, hơn nữa sẽ có rủi ro là một số tổ chức phát hành có thể thành lập các CRA của riêng mình để đạt được những định mức sai lệch về tình trạng tài chính của họ, điều này tạo ra những thách thức to lớn đối với việc đảm bảo chất lượng ĐMTN vì việc giám sát có thể rất khó khăn. Ngoài ra, Luật doanh nghiệp Nhà nước không quy định các cơ quan nhà nước được thành lập loại hình doanh nghiệp ĐMTN. Do vậy, ở giai đoạn đầu nên cho phép thành lập CRA dưới hình thức công ty cổ phần với phần vốn chi phối bởi nhà nước, hoạt động theo Luật doanh nghiệp.

- Quá trình ĐMTN phải đảm bảo tính chính xác và tính toàn diện nhằm giảm thiểu rủi ro do mắc lỗi hoặc bỏ sót. Toàn bộ quy trình và tiêu chuẩn đánh giá phải được công bố công khai để đảm bảo tính nhất quán và minh bạch của quá trình

ĐMTN. Người chịu trách nhiệm ĐMTN chứng khoán không được mua và bán chứng khoán.

- Đảm bảo tính bảo mật thông tin, đây là nguyên tắc cốt lõi đối với hoạt động của các CRA. Để cung cấp một ĐMTN chính xác đối với rủi ro tín dụng, các CRA thường yêu cầu thông tin chi tiết, đặc biệt là thông tin về tình hình hoạt động và tài chính của tổ chức phát hành. Thông thường, những thông tin đầu vào cho việc ĐMTN là thông tin nội bộ, ở mức chi tiết và toàn diện hơn các thông tin công bố công khai, nếu những thông tin này bị tiết lộ thì tổ chức phát hành có thể bị đe dọa nghiêm trọng. Để bảo vệ quyền lợi của tổ chức phát hành, phải đặt ra một số quy định đối với các CRA về việc giữ bí mật những thông tin nội bộ, nếu không các tổ chức phát hành có thể e ngại sử dụng dịch vụ ĐMTN hoặc có xu hướng cung cấp thông tin không đúng sự thật nếu việc ĐMTN là bắt buộc để phát hành trái phiếu.

Bên cạnh việc tạo dựng khung pháp lý điều tiết thích hợp cho các CRA hình thành và hoạt động, cần nâng cao nhận thức của công chúng về ý nghĩa và vai trò tích cực của các CRA, khuyến khích các tổ chức phát hành thực hiện ĐMTN khi phát hành chứng khoán (đặc biệt là phát hành trái phiếu) để đảm bảo phát hành thành công, huy động vốn với chi phí hợp lý nhất, góp phần củng cố niềm tin của các nhà đầu tư.

III.2.2.3 – Chuẩn hóa hệ thống thông tin và công bố thông tin

Đối với bất kỳ thị trường nào, việc công khai hóa thông tin là một yếu tố quan trọng để thị trường có thể hoạt động lành mạnh. Công bố thông tin một cách công bằng về tổ chức phát hành và các chứng khoán mà tổ chức đó chào bán là vô cùng quan trọng đối với hiệu quả của hình thức huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán trên thị trường vốn. Tình trạng công bố thông tin tùy tiện, không đầy đủ, không hệ thống và chỉ mang tính lựa chọn của các tổ chức phát hành, dẫn đến sự hiểu biết sai lệch của nhà đầu tư là một trong những nguyên nhân lý giải cho sự yếu kém của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Hoạt động công bố thông tin cần được nhìn nhận trên bối cảnh khái quát hơn vì sự phát triển của thị trường. Để có một hệ thống công

bố thông tin toàn diện cần phải lựa chọn được hình thức phù hợp : hệ thống quản lý theo công bố thông tin đầy đủ hay hệ thống quản lý theo chất lượng, phải thi hành các chế độ cưỡng chế lẫn khuyến khích đối với hoạt động công bố thông tin và có những hành động thích hợp hướng vào mục tiêu phát triển các ngành có liên quan đến dịch vụ thông tin.

Trong thời đại ngày nay, việc sử dụng phương tiện công bố thông tin hiệu quả nhất là trên các website, các báo điện tử vì kênh thông tin này giúp nhà đầu tư dễ truy cập khi cần thiết. Tuy nhiên, hiện tại chỉ có các công ty niêm yết hay các tổ chức phát hành trái phiếu ra công chúng mới có thông tin được công bố qua phương tiện này, do bởi theo quy định của Nghị định 144/2003/NĐ-CP (kể cả Luật Chứng khoán sắp có hiệu lực), tổ chức phát hành chịu sự giám sát của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nên các thông tin liên quan đến tổ chức phát hành được đăng tải đầy đủ trên website của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các Công ty chứng khoán có liên quan. Trong khi đó, Nghị định 52/2006/NĐ-CP (trước đó Nghị định 120/CP) có quy định thực hiện công bố thông tin của tổ chức phát hành trái phiếu riêng lẻ trên ba số báo liên tiếp của một tờ báo Trung ương và một tờ báo địa phương nơi tổ chức phát hành đặt trụ sở chính, đồng thời có thể sử dụng thêm các phương tiện khác như website, báo điện tử... Việc quy định như vậy dẫn đến thực tế hiện nay, nhà đầu tư chỉ dễ dàng tìm thấy thông tin của những tổ chức phát hành trái phiếu niêm yết, còn thông tin của những tổ chức phát hành trái phiếu riêng lẻ thì mờ mịt, đó là lý do khiến trái phiếu doanh nghiệp được biết đến nhưng tính thanh khoản của trái phiếu không cao.

Vì lẽ đó, để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển phù hợp với kinh tế thị trường và thông lệ quốc tế, cần lưu ý một số vấn đề sau :

- Do bởi cơ sở hạ tầng của thị trường chứng khoán Việt Nam chưa hoàn chỉnh, trước mắt cần duy trì hệ thống quản lý theo chất lượng, đến một giai đoạn nhất định sẽ chuyển sang hệ thống quản lý theo công bố thông tin đầy đủ. Hệ thống quản lý theo chất lượng nằm dưới sự kiểm soát của một nhóm các cơ quan quản lý, trong khi

hệ thống quản lý theo công bố thông tin đầy đủ đòi hỏi sự giám sát chặt chẽ từ phía nhà đầu tư và các chủ thể tham gia thị trường. Do vậy, để cụ thể hóa được việc nâng cấp hệ thống quản lý trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo hình thức công bố thông tin đầy đủ, cần phải củng cố các yếu tố cơ sở hạ tầng chủ chốt như : nâng cao tính cường chế của pháp luật và hệ thống toà án; nâng cao kiến thức và kinh nghiệm cho các nhà đầu tư và các tổ chức trung gian thị trường để phân tích thông tin của tổ chức phát hành; hệ thống ĐMTN, hệ thống kế toán kiểm toán đảm bảo tuân thủ chặt chẽ các chuẩn mực theo thông lệ quốc tế.

- Tăng cường chế độ công bố thông tin bắt buộc đối với nhóm đối tượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, cụ thể là phải công bố thông tin đầy đủ, chính xác (gồm cả bản cáo bạch và phương án phát hành) trên báo điện tử hoặc website của Bộ tài chính, của tổ chức bảo lãnh phát hành trái phiếu, của tổ chức phát hành trái phiếu..., đảm bảo công khai minh bạch như các tổ chức phát hành trái phiếu ra công chúng.

- Khuyến khích công bố thông tin tự nguyện bên cạnh chế độ công bố thông tin bắt buộc theo quy định, góp phần làm cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp hiệu quả hơn. Các nhà hoạch định chính sách cần nhận thức được vai trò quan trọng mà các hoạt động công bố thông tin tự nguyện đã thể hiện được trong quá trình vận hành trôi chảy của các thị trường vốn ở những nền kinh tế phát triển, từ đó phải khuyến khích và tạo điều kiện cho sự công bố thông tin như vậy ở Việt Nam. Chế độ công bố thông tin tự nguyện gắn liền với hệ thống định mức tín nhiệm khi huy động vốn qua kênh phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

- Phát triển các tổ chức chuyên sản xuất và cung cấp thông tin, đây là những tổ chức tạo nguồn và xử lý nguồn thông tin để cung cấp cho thị trường.

Hoạt động trên thị trường vốn đòi hỏi sự tham gia của nhiều nhà chuyên nghiệp như các ngân hàng đầu tư, luật sư, kế toán viên và các nhà phân tích nghiên cứu, để cải tiến hệ thống công bố thông tin và nâng cao chất lượng của thông tin, có hai đối tượng cần được giành sự quan tâm nhiều hơn và nghề nghiệp của họ cần được

phát triển rộng rãi hơn, đó chính là đội ngũ kế toán tại doanh nghiệp (tổ chức phát hành trái phiếu) và các nhà phân tích tài chính.

Kế toán của tổ chức phát hành chính là những người có trách nhiệm đối với hoạt động kế toán hàng ngày của doanh nghiệp, có thể hỗ trợ việc thu thập và xử lý thông tin kế toán, chịu trách nhiệm chuyển thông tin tới các nhà kiểm toán, ngân hàng, các nhà phân tích tài chính ngoài công ty. Để các thông tin công bố đủ chất lượng, rõ ràng, dễ hiểu và phù hợp thông lệ quốc tế, đội ngũ kế toán cần tra cứu, cập nhật kiến thức kế toán cũng như các văn bản có liên quan.

Các nhà phân tích tài chính tại các công ty môi giới, các tổ chức bảo lãnh phát hành, các tổ chức dành cho người đầu tư, các tổ chức định mức tín nhiệm thực hiện một chức năng quan trọng góp phần duy trì thị trường chứng khoán hiệu quả và đầy đủ thông tin. Họ thu thập, phân tích và xử lý thông tin về chứng khoán, về tổ chức phát hành, về ngành nghề kinh doanh cũng như các vấn đề khác có liên quan dưới những hình thức hữu ích, hỗ trợ đắc lực cho việc ra quyết định của các nhà đầu tư. Sản phẩm thông tin của họ được công bố hàng ngày dưới nhiều hình thức như các báo cáo nghiên cứu, những bài bình luận trên các phương tiện thông tin đại chúng ... Ý kiến chuyên môn của các nhà phân tích, thường là rất đa dạng và không hiếm khi lại hoàn toàn mâu thuẫn với nhau, có ý nghĩa định hướng cho người đầu tư và các nhà kinh doanh trong việc mua bán những chứng khoán cụ thể. Có thể nói rằng những thông tin được cung cấp theo quy định hay tự nguyện đều mới chỉ là những nguyên liệu thô và chúng hầu như không có ý nghĩa nhiều đối với thị trường nếu không được các nhà phân tích chuyên nghiệp xử lý.

- Xây dựng cơ sở pháp lý cho hoạt động công bố thông tin. Nền tảng của chế độ công bố thông tin doanh nghiệp là Luật Kế toán và Luật Chứng khoán, các cơ quan quản lý cần nhanh chóng ban hành đồng bộ các chuẩn mực kế toán, các thông tư hướng dẫn nhằm triển khai thực hiện khung pháp lý cao nhất, toàn diện nhất cho công tác kế toán, đảm bảo quản lý kế toán thống nhất trong toàn bộ nền kinh tế quốc dân, tiến đến hệ thống báo cáo tài chính phù hợp chuẩn mực kế toán quốc tế. Song

song đó, nên xây dựng các chế tài xử lý vi phạm về công bố thông tin trên TTCK, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần khẩn trương xây dựng những văn bản hướng dẫn chi tiết các xử lý vi phạm về công bố thông tin trong Luật chứng khoán, cần có các chế tài đủ mạnh để xử lý những trường hợp tung tin thất thiệt làm sai lệch tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như giá cả của chứng khoán. Có như vậy mới mong hạn chế hiện tượng thông tin không đối xứng trên TTCK hiện nay.

Tự trung lại, hệ thống thông tin và công bố thông tin càng rõ ràng, minh bạch càng nâng cao uy tín của doanh nghiệp khi thực hiện phát hành trái phiếu trên thị trường vốn. Đối với doanh nghiệp và nhà đầu tư, bài học kinh nghiệm của trái phiếu Vietcombank còn đó, rõ ràng việc công khai minh bạch thông tin vừa ảnh hưởng tốt cho doanh nghiệp, vừa giữ uy tín trước nhà đầu tư. Đối với nền kinh tế, công khai minh bạch thông tin sẽ tạo sự bình ổn, niềm tin của dân chúng đầu tư khi tham gia thị trường chứng khoán, đảm bảo thực hiện thành công mục tiêu, định hướng phát triển thị trường vốn Việt Nam.

III.2.2.4 – Phát triển các tổ chức trung gian thị trường, các nhà đầu tư có tổ chức

Nhanh chóng gia tăng số lượng nhà bảo lãnh phát hành, với đầy đủ kiến thức và kỹ năng chuyên môn của nhà môi giới, nhà tư vấn đầu tư. Đây sẽ là những nhà phân phối trái phiếu thường xuyên, có nghiệp vụ và có thể đưa trái phiếu giao dịch trên thị trường. Giải pháp này hoàn toàn phù hợp với chủ trương thay đổi hình thức giao dịch của trái phiếu : trái phiếu sẽ được giao dịch theo hình thức thỏa thuận như trên thị trường giao dịch chứng khoán không tập trung (OTC) thay vì ở Trung tâm giao dịch chứng khoán, thông qua các công ty chứng khoán để phát hành trái phiếu sẽ giảm bớt thủ tục và thời gian cho việc phát hành, đây cũng là thông lệ mà các nước đang sử dụng.

Một tổ chức trung gian có vai trò nổi bật cả trên thị trường sơ cấp lẫn thị trường thứ cấp hiện nay là công ty chứng khoán, với vai trò vừa là nhà tư vấn và là nhà bảo lãnh phát hành cho các doanh nghiệp, vừa cung cấp dịch vụ môi giới và tư vấn đầu tư

cho khách hàng, nối liền khoảng cách giữa sự thiếu kiến thức của các nhà đầu tư với những kiến thức chuyên môn cần thiết. Tuy nhiên, các công ty chứng khoán hiện nay hầu như chú trọng đến hoạt động bảo lãnh phát hành và giao dịch cổ phiếu, chưa quan tâm đến lĩnh vực trái phiếu doanh nghiệp. Để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển, cần sự hỗ trợ đặc lực từ các công ty chứng khoán trong công tác giới thiệu, thuyết phục doanh nghiệp huy động vốn bằng phát hành trái phiếu.

Bên cạnh đó, để gia tăng lượng cầu trái phiếu doanh nghiệp cần phải phát triển hệ thống các nhà đầu tư có tổ chức, cụ thể là các công ty quản lý quỹ, các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, quỹ hưu trí ... Với định hướng hoạt động và chính sách đầu tư của mình, các tổ chức này sẽ là những nhà đầu tư tiềm năng và ổn định của thị trường trái phiếu vì trong danh mục đầu tư của họ luôn có một tỷ lệ nhất định được sử dụng cho đầu tư trái phiếu, họ là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, có kiến thức và kinh nghiệm phân tích thị trường nên không chỉ phân tán rủi ro, giảm thiểu những khó khăn gắn liền với nội dung thông tin thấp của các chỉ báo thị trường mà còn làm giảm được chi phí giao dịch. Đối với mỗi nhà đầu tư cá nhân, trái phiếu doanh nghiệp có thể kém hấp dẫn hơn các công cụ tài chính khác, nhưng đối với nhà đầu tư có tổ chức thì cầu về trái phiếu doanh nghiệp vẫn được tạo ra do các nhà đầu tư này thường đầu tư theo danh mục và trái phiếu doanh nghiệp là một trong những thành phần của danh mục đầu tư đó.

Là một nước đang phát triển, nơi mà các doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm đại đa số, nhu cầu huy động vốn của các doanh nghiệp này không thường xuyên, các đợt phát hành trái phiếu không đều đặn và có quy mô nhỏ nên khó đủ điều kiện để được phân phối trong một phạm vi rộng khắp toàn bộ nền kinh tế, do vậy tính thanh khoản của các trái phiếu này không cao, nhưng mức sinh lời của chúng khá hấp dẫn để bù đắp cho chất lượng tín dụng thấp hơn. Trong khi các nhà đầu tư cá nhân không quan tâm nhiều đến trái phiếu này do tính thanh khoản kém, thì các nhà đầu tư có tổ chức vẫn hướng sự quan tâm đến trái phiếu doanh nghiệp, vừa đa dạng hóa danh mục đầu tư, vừa tranh thủ mức sinh lời hấp dẫn của công cụ tài chính này.

Như vậy, các tổ chức trung gian thị trường và các nhà đầu tư có tổ chức là các chủ thể quan trọng có vai trò tăng cung, kích cầu trái phiếu doanh nghiệp, góp phần thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển.

III.2.2.5 – Đơn giản hóa quy trình thủ tục đăng ký phát hành

Có thể thấy rằng, vấn đề thủ tục luôn là mối lo ngại đối với các doanh nghiệp. Nếu quy trình phát hành trái phiếu phức tạp, nhiều thủ tục và mất nhiều thời gian cùng với các khoản chi phí tăng cao, sẽ không khuyến khích các doanh nghiệp huy động vốn nợ thông qua phát hành trái phiếu.

Về cơ bản, việc đăng ký phát hành chứng khoán chỉ là một thủ tục mang tính hành chính, trong đó các chứng khoán sẽ được chào bán, được bán và được giao dịch công khai giữa các nhà đầu tư được đăng ký với các cơ quan quản lý có thẩm quyền. Một hệ thống đăng ký phát hành chứng khoán được thiết kế nhằm cung cấp cho các nhà đầu tư tiềm năng các thông tin về tổ chức phát hành, nhằm trợ giúp cho việc ra quyết định đầu tư, đồng thời ngăn chặn sự gian lận trong việc bán chứng khoán.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp có những điểm khác biệt nhất định so với thị trường cổ phiếu, vì trái phiếu là chứng khoán nợ còn cổ phiếu là chứng khoán vốn, do vậy hệ thống đăng ký phát hành cần phải linh hoạt để điều chỉnh cho mỗi sự khác biệt nhằm đáp ứng tốt hơn các mục tiêu của thị trường. Một hệ thống đăng ký phát hành chứng khoán cứng nhắc có thể sẽ gặp thất bại trong việc bảo vệ một cách có hiệu quả các nhà đầu tư hoặc cản trở sự tiến bộ của thị trường, do nó ngăn cản sự phát triển của những sản phẩm mới chỉ vì lý do là các sản phẩm này không phù hợp với những tiêu thức quen thuộc, chẳng hạn các chứng khoán cần được đảm bảo bằng tài sản thế chấp có thể đòi hỏi cả những thông tin khác ngoài những thông tin bắt buộc thông thường như trường hợp của các trái phiếu doanh nghiệp truyền thống, nhằm bảo vệ các nhà đầu tư tốt hơn.

Thực tế thời gian qua, việc phát hành trái phiếu ra công chúng của doanh nghiệp Việt Nam chưa được thực hiện, một trong những nguyên nhân là do các điều kiện phát hành còn quá chặt chẽ, thủ tục hoàn thiện hồ sơ còn mất nhiều thời gian,

phải tuân thủ quy định về công bố thông tin trong khi phát hành trái phiếu riêng lẻ thì đơn giản hơn nhiều. Do vậy, để khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu ra công chúng, cần xây dựng một quy trình thủ tục đăng ký phát hành đơn giản hơn phát hành cổ phiếu. Sự đơn giản đó phải đảm bảo phù hợp với điều kiện hiện tại của thị trường chứng khoán Việt Nam, thể hiện ở một số điểm như sau :

- Đơn đăng ký phát hành trái phiếu gửi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần rút ngắn một số nội dung đã đề cập ở bản cáo bạch như báo cáo kết quả kinh doanh, mục đích phát hành, vì trong bản cáo bạch gửi kèm đã đề cập đầy đủ các nội dung này.

- Nên giảm thiểu thời gian xét duyệt cấp giấy chứng nhận đăng ký phát hành.

- Tiến tới áp dụng hình thức tự đăng ký dành cho các tổ chức phát hành là những công ty đang thực hiện chế độ báo cáo thường xuyên, có hồ sơ tín dụng tốt, có uy tín trên thị trường hoặc được định mức tín nhiệm cao. Theo phương thức này, tổ chức phát hành được phép tiếp cận thị trường một cách nhanh chóng, không cần phải thực hiện yêu cầu cung cấp đầy đủ thông tin cho công chúng, chỉ cần bản cáo bạch do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước xem xét chấp thuận, tổ chức phát hành sẽ chào bán trái phiếu trong một thời gian nhất định mà không cần phải làm thủ tục đăng ký thêm, khoản thời gian này không quá dài khiến các thông tin trên bản cáo bạch bị thay đổi.

Trong tình hình đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính như hiện nay, việc đơn giản hóa thủ tục đăng ký phát hành trái phiếu doanh nghiệp là cần thiết và phù hợp xu thế chung của nền kinh tế. Nếu không làm được điều đó, chắc chắn các doanh nghiệp sẽ lựa chọn hình thức phát hành trái phiếu riêng lẻ theo Nghị định 52/2006/NĐ-CP do thủ tục đơn giản, nhanh gọn. Việc phát hành trái phiếu riêng lẻ có những ưu điểm nhất định như doanh nghiệp có thể chủ động xác định khối lượng vốn cần huy động, số lượng trái chủ ít nên dễ kiểm soát khi lên sàn. Tuy nhiên, ở góc độ vĩ mô, nếu doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ thì trái phiếu hầu hết được các tổ chức lớn mua, xác định nắm giữ lâu dài nên nhu cầu giao dịch trên thị trường thứ

cấp sẽ hạn chế, không tạo tính thanh khoản cho trái phiếu, dẫn đến thị trường trái phiếu kém sôi động.

Vấn đề còn lại là sau khi Luật chứng khoán có hiệu lực thi hành vào ngày 1/1/2007, đồng nghĩa với việc Nghị định 144/2003/NĐCP điều tiết việc phát hành trái phiếu ra công chúng hết hiệu lực, các nhà hoạch định chính sách cần xem xét lại các quy định về điều kiện phát hành trái phiếu ra công chúng, xây dựng lại theo hướng mở hơn, thoáng hơn, đơn giản hơn, nhằm khuyến khích doanh nghiệp tham gia phát hành trái phiếu huy động vốn trên thị trường chứng khoán, góp phần tạo tính thanh khoản cho trái phiếu và thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển.

III.2.2.6- Tăng nguồn cung trái phiếu bằng kỹ thuật chứng khoán hóa

Đã có nhận định rằng, công tác cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước diễn ra chậm chạp góp phần làm giảm lượng cung hàng hóa trên thị trường chứng khoán. Có nhiều giải pháp thúc đẩy tiến trình này nhưng có một công cụ chưa được vận dụng, đó là kỹ thuật chứng khoán hóa (Securitization)

Một cách dễ hiểu, chứng khoán hóa là quá trình tập hợp và tái cấu trúc các tài sản thiếu tính thanh khoản nhưng lại có thu nhập bằng tiền cao trong tương lai, như các khoản phải thu, các khoản nợ rồi chuyển đổi chúng thành trái phiếu và đưa ra giao dịch trên thị trường tài chính. Cho nên chứng khoán hóa đôi khi còn được gọi là trái phiếu hóa. Thông thường, kỹ thuật chứng khoán hóa được thực hiện trên hai nhóm tài sản chủ yếu đó là : các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản và các tài sản tài chính không được thế chấp bằng bất động sản. Tương ứng với hai loại tài sản trên thì sau khi được chứng khoán hóa sẽ hình thành hai loại chứng khoán là : các chứng khoán dựa trên thế chấp bất động sản (Mortgage backed securities) và các chứng khoán tài sản tài chính (Asset backed securities - ABS).

Như vậy, ABS đơn giản là các trái phiếu hoặc giấy tờ có giá (gọi chung là chứng khoán) được hình thành từ các tài sản tài chính. Các tài sản tài chính ở đây được hiểu là các khoản phải thu khác với các khoản vay có tài sản thế chấp, ví dụ như các khoản phải thu từ thẻ tín dụng, khoản vay mua ô tô, vay để xây nhà, vay để

tiêu dùng cho gia đình. Từ đó rút ra được điểm khác biệt lớn nhất giữa ABS và các loại trái phiếu khác là mức độ tín nhiệm của các nguồn thu, khả năng thanh toán của các tài sản tài chính.

Vận dụng kỹ thuật chứng khoán hóa sẽ có nhiều tác động tích cực cho thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng, nó giúp bổ sung và làm đa dạng hàng hóa giao dịch trên sàn, giúp mở rộng quy mô thị trường, đồng thời mở ra thêm một kênh huy động vốn cho các doanh nghiệp, tạo cơ hội cho doanh nghiệp tiếp cận thị trường vốn và làm giảm chi phí tài trợ lẫn tối ưu hóa việc sử dụng vốn.

Với những tiện ích như vậy, các nhà hoạch định chính sách cần quan tâm đến việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về thị trường tài chính, phát triển các thị trường phụ trợ như thị trường mua lại (Repo), thị trường các sản phẩm phái sinh (derivatives), hình thành các tổ chức ĐMTN có uy tín và năng lực, mục đích là để có thể thực hiện kỹ thuật chứng khoán hóa một cách hiệu quả, góp phần hỗ trợ doanh nghiệp trong quá trình chuyển đổi thành công ty cổ phần.

III.2.3 – Giải pháp phát triển thị trường thứ cấp

Thị trường thứ cấp là nơi diễn ra các hoạt động mua bán trái phiếu đã phát hành ở thị trường sơ cấp, việc mua bán trao đổi trái phiếu diễn ra càng sôi động càng làm tăng tính thanh khoản cho trái phiếu, tạo đà cho thị trường sơ cấp phát triển.

Các giải pháp phát triển thị trường giao dịch thứ cấp thường là một phần giải pháp phát triển thị trường trái phiếu nói chung, cụ thể :

III.2.3.1- Xây dựng hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp

Trái phiếu là một trong những loại chứng khoán có rủi ro thấp và đòi hỏi phải có cơ chế phát hành, giao dịch riêng. Ở Việt Nam hiện nay, việc phát hành trái phiếu đã có các quy chế điều chỉnh, nhưng hệ thống giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp chưa được xây dựng phù hợp với đặc thù của sản phẩm. Do vậy, chưa tạo được tính thanh khoản cho trái phiếu nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

Cho đến nay, các thị trường trái phiếu trên thế giới đã áp dụng một số hệ thống giao dịch điển hình như sau :

✧ Hệ thống đấu giá (Auction system) :

Hệ thống này có thể được xây dựng nhằm hỗ trợ cho các đợt phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp. Một số hệ thống đấu giá khác thì tập trung vào đấu giá các trái phiếu do các nhà đầu tư chào bán trên thị trường thứ cấp. Theo đó, thành viên bán trái phiếu sẽ đăng các thông tin chi tiết về trái phiếu đang được chào bán và các điều kiện cụ thể trong đấu giá, các thành viên tham gia đấu giá nộp đơn đấu giá và khối lượng trái phiếu chào bán sẽ được chuyển cho thành viên nào trả giá cao nhất .

✧ Hệ thống khớp lệnh (Cross-matching system) :

Hệ thống này nhìn chung là cơ chế giúp cho nhà kinh doanh trái phiếu và nhà đầu tư có tổ chức gặp nhau trong hệ thống giao dịch điện tử. Khách hàng có thể nhập lệnh mua hoặc bán với nhiều đối tác khác, sau đó các lệnh này sẽ được tự động khớp với lệnh đối ứng nếu có cùng mức giá hoặc khi giá đối ứng là giá tốt nhất cho giá chào. Trong một số trường hợp, các nhà đầu tư có thể thỏa thuận về các điều kiện thực hiện giao dịch.

✧ Hệ thống liên định chế (Inter -dealer system) :

Hệ thống này cho phép các nhà kinh doanh trái phiếu thực hiện các giao dịch với các nhà kinh doanh khác thông qua mạng lưới giao dịch điện tử của các nhà môi giới liên định chế. Đặc trưng của hệ thống này là giao dịch ẩn danh, tức là toàn bộ thông tin số lệnh được công khai minh bạch, nhưng danh tính các thành viên yết giá không được tiết lộ. Điều đó có nghĩa là chỉ có những nhà môi giới mới nắm được thông tin chi tiết.

✧ Hệ thống một nhà kinh doanh (Single -dealer system) :

Hệ thống này cho phép nhà đầu tư thực hiện giao dịch trực tiếp với một nhà kinh doanh trái phiếu duy nhất. Nhà kinh doanh trái phiếu này cũng hoạt động bằng nghiệp vụ tự doanh trong hệ thống nhiều nhà kinh doanh nói trên. Các thành viên hệ

thống cung cấp mạng lưới giao dịch thông qua dịch vụ của một bên thứ ba khác, có thể là một mạng nội bộ hoặc thông qua internet.

✦ Hệ thống nhiều nhà kinh doanh (Multi-dealer system) :

Hệ thống này giúp nhà đầu tư có cơ hội lựa chọn trên nhiều bảng giá trái phiếu của từ hai nhà kinh doanh trở lên. Điều đó có nghĩa nhà đầu tư được so sánh giá của một loại trái phiếu từ các báo giá của nhiều thành viên hệ thống giao dịch. Thông thường hệ thống giao dịch này cho phép hiển thị cho khách hàng các giá chào bán hoặc chào mua tốt nhất của từng loại trái phiếu trong số tất cả các mức giá chào của nhiều loại trái phiếu trong hệ thống. Bên cạnh đó, hệ thống này cũng cho phép các nhà đầu tư yêu cầu lấy giá cho một loại trái phiếu từ một hoặc nhiều nhà kinh doanh tham gia hệ thống giao dịch. Đặc biệt, các tổ chức kinh doanh trái phiếu tham gia hệ thống này chủ yếu hoạt động tự doanh trái phiếu.

Việc lựa chọn hệ thống giao dịch phụ thuộc vào mức độ phát triển của thị trường trái phiếu trong đó thị trường trái phiếu chính phủ có vai trò chủ đạo.

Nếu thị trường dành cho cả trái phiếu chính phủ và trái phiếu phi chính phủ đều còn ở dạng non trẻ, số lượng các nhà đầu tư có tổ chức còn hạn chế và mức cầu giao dịch thấp thì hệ thống giao dịch khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận là bước khởi đầu đơn giản. Tuy nhiên, khi thị trường phát triển dần lên, khối lượng giao dịch tăng dần, nhu cầu đặt ra đối với tính hiệu quả và minh bạch của thị trường càng lớn, điều này sẽ khiến cho thị trường chuyển sang dạng khớp lệnh điện tử nhờ ứng dụng công nghệ thông tin hiện đại.

Tiếp đến, khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp bắt đầu hoạt động mạnh, thị trường trái phiếu sẽ chuyển sang hệ thống đấu giá hoặc hệ thống giao dịch kép gồm cả đấu giá và khớp lệnh điện tử. Một khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp lớn mạnh, các nỗ lực nhằm làm cho thị trường nợ trở nên hiệu quả hơn có thể dẫn đến sự phân cực thị trường nợ thành hai phần : thị trường đấu giá giao dịch các trái phiếu có tính thanh khoản cao và thị trường khớp lệnh điện tử giao dịch các trái phiếu có tính thanh khoản tương đối thấp. Hệ thống thị trường kép này sẽ là một sự phối kết hợp

theo xu thế phát triển chung của các hệ thống giao dịch trái phiếu hiện nay trên thị trường quốc tế.

Ở thời điểm hiện tại, thị trường giao dịch trái phiếu của Việt Nam đang chuyển dần sang mô hình thị trường trái phiếu chuyên nghiệp, trước mắt sẽ thực hiện hệ thống giao dịch thỏa thuận nhằm tạo tính thanh khoản cho trái phiếu, đó là bước khởi đầu phù hợp. Về lâu dài, các nhà hoạch định chính sách cần nghiên cứu tạo hành lang pháp lý để vận dụng các mô hình hệ thống giao dịch hiện đại vào thị trường trái phiếu Việt Nam, cụ thể : hệ thống đấu giá giao dịch các trái phiếu có tính thanh khoản cao và hệ thống khớp lệnh điện tử giao dịch các trái phiếu có tính thanh khoản tương đối thấp, điều này hoàn toàn phù hợp với lộ trình phát triển của thị trường trái phiếu. Muốn vậy, phải coi trọng việc ứng dụng công nghệ thông tin bên cạnh các yếu tố khác như độ phức tạp và tính chuyên nghiệp của thị trường, khung pháp lý cho hoạt động giao dịch chứng khoán, những yếu tố về kết nối với thị trường trong khu vực và trên thế giới.

III.2.3.2- Phát triển thị trường phi tập trung (OTC)

Bên cạnh TTCK tập trung, hầu hết các nước trên thế giới đều có cơ chế cho hoạt động của TTCK phi tập trung (thị trường OTC), đây vốn là thị trường giao dịch của những chứng khoán chưa niêm yết hoặc chưa đủ điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung. Thị trường OTC có tính ưu việt là hoạt động thông qua giao dịch từ xa trên mạng điện tử kết nối chung và áp dụng các phương thức giao dịch linh hoạt, phù hợp với điều kiện của TTCK Việt Nam. Thực tế thời gian qua, quy mô thị trường OTC tăng mạnh cả về giá trị giao dịch lẫn số lượng doanh nghiệp tham gia, một phần vì tâm lý ngại giao dịch trên sàn chính thức của các doanh nghiệp (nhất là DNNN mới chuyển đổi thành công ty cổ phần), một phần vì hầu hết doanh nghiệp Việt Nam có quy mô vừa và nhỏ nên chưa đủ điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung. Tuy nhiên, thị trường OTC vẫn chưa có cơ chế quản lý chặt chẽ, do vậy quyền lợi của nhà đầu tư chưa được đảm bảo, nhiều rủi ro tiềm ẩn.

Theo xu hướng chung được cụ thể trong chiến lược phát triển TTCK đến năm 2010 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, TTGDCK Hà Nội sẽ phát triển thành Trung tâm OTC hiện đại, phát triển từng bước từ thấp đến cao phù hợp với điều kiện kinh tế và quy mô phát triển của TTCK Việt Nam trong từng giai đoạn. Việc TTGDCK Hà Nội chính thức đưa sàn giao dịch thứ cấp phi tập trung vào hoạt động từ ngày 14/7/2005 đã tạo sân chơi mới cho các nhà đầu tư, hàng hóa đăng ký giao dịch ở đây chủ yếu là chứng khoán (trong đó có trái phiếu) của các doanh nghiệp có vốn điều lệ từ 5 tỷ đồng trở lên, thủ tục đăng ký được giảm đến mức thấp nhất, các điều kiện cho doanh nghiệp tham gia có cởi mở hơn so với TTCK tập trung tuy vẫn đảm bảo nguyên tắc kiểm toán và công bố thông tin về tình hình tài chính để bảo vệ nhà đầu tư. Cơ chế xác lập giá trên Trung tâm OTC hiện nay theo phương thức thương lượng (thỏa thuận) giá giữa người mua và người bán, giữa các nhà đầu tư và các công ty chứng khoán tạo lập thị trường, giữa các công ty chứng khoán làm nhiệm vụ đại lý hoặc tạo lập thị trường hoặc các thị trường khác. Cơ chế này cho phép giảm thiểu thời gian tìm đối tác, quá trình đàm phán thương lượng nhanh chóng, đảm bảo tính bảo mật thông tin giữa các nhà đầu tư, tiết kiệm chi phí giao dịch...

Tuy nhiên, để Trung tâm OTC phát triển lành mạnh, an toàn và trở thành nơi giao dịch đáng tin cậy, cần chú trọng một số vấn đề sau :

- Tăng cường sự phối hợp trong công tác giám sát giao dịch, công bố thông tin để đảm bảo tính công khai minh bạch, công bằng giữa các chủ thể tham gia trên thị trường.

- Tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư cá nhân tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường, nhằm tăng tính thanh khoản cho chứng khoán.

- Tiếp tục hoàn thiện và vận dụng mạng công nghệ thông tin hiện đại đáp ứng các giao dịch từ xa được diễn ra nhanh chóng, rút ngắn khoảng cách về không gian và thời gian cho các nhà đầu tư.

- Khuyến khích các doanh nghiệp vừa và nhỏ đăng ký tham gia thị trường OTC, có thể xem đây là nơi tập sự trước khi lên sàn giao dịch chính thức.

Trung tâm OTC đi vào hoạt động có ý nghĩa mở rộng phạm vi thị trường có tổ chức, thu hẹp thị trường tự do, hình thành một kênh huy động vốn đầu tư phát triển, từ đó thúc đẩy TTCK Việt Nam nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng phát triển nhanh hơn, đáp ứng yêu cầu của nền kinh tế thị trường.

III.2.3.3- Phát triển đội ngũ các nhà tạo lập thị trường

Một trong những việc cần làm để phát triển thị trường thứ cấp là quan tâm phát triển thị trường phi tập trung (OTC) có tính thanh khoản tạo ra các cơ hội đầu tư đa dạng, thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư và tổ chức phát hành. Trong đó đặc biệt chú ý đến việc ban hành các quy định mở rộng và kiểm soát được việc sử dụng chứng khoán làm vật thế chấp vay vốn ngắn hạn tại ngân hàng, nhằm biến các dòng vốn nhỏ lẻ, trôi nổi trong công chúng sẵn sàng tham gia thị trường chứng khoán với tư cách là vốn trung dài hạn, nhưng khi cần tiền có thể hoặc bán lại qua OTC hoặc thế chấp vay ngắn hạn tại ngân hàng.

Khi nói đến thị trường OTC, không thể không nói đến vai trò của nhà tạo lập thị trường, họ chính là người thực hiện chức năng duy trì thị trường cho một loại chứng khoán cụ thể. Thông thường họ là những nhà môi giới đã được đăng ký nhưng không phải tất cả các nhà môi giới đã đăng ký đều là những nhà tạo lập thị trường. Để có thể trở thành nhà tạo lập thị trường thì người môi giới phải thực sự quan tâm đến việc tạo dựng thị trường cho một loại chứng khoán.

Vai trò của các nhà tạo lập thị trường được thể hiện thông qua các hoạt động sau :

- Duy trì tính linh hoạt của thị trường đối với một loại chứng khoán khi chứng khoán đó phát hành ra thị trường.

- Tăng khả năng thực hiện giao dịch một loại chứng khoán có thể sinh lời do sự cạnh tranh về giá cả đặt ra giữa các nhà tạo lập thị trường khác nhau đối với cùng loại chứng khoán đó.

- Thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư tới một loại chứng khoán không niêm yết trên thị trường.

- Tăng tính linh hoạt của thị trường đối với một loại chứng khoán khi tăng số lượng các nhà tạo lập thị trường.

Trong điều kiện thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn sơ khai, cần thiết hình thành và phát triển đội ngũ các nhà tạo lập thị trường có kỹ năng chuyên môn và đạo đức nghề nghiệp, có tính độc lập công bằng với tất cả các nhà đầu tư, không được phép thiên vị với bất cứ bên nào. Với vai trò chuyên trách của mình, các nhà tạo lập thị trường sẽ góp phần đáng kể vào việc phát triển thị trường OTC trở thành thị trường giao dịch hiệu quả không chỉ cho trái phiếu mà cả cổ phiếu chưa niêm yết.

III.2.4 - Hệ thống ngân hàng trong vai trò hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam với tiềm năng về vốn trong dân cư còn rất lớn nên sự tham gia của các NHTM vào thị trường chứng khoán là hết sức cần thiết, nhất là trong giai đoạn thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn sơ khai. Có thể nói, sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp cần đến sự đóng góp không nhỏ của hệ thống ngân hàng trong vai trò các tổ chức trung gian trên thị trường. Ngân hàng có thể thực hiện các nghiệp vụ tư vấn, bảo lãnh phát hành cho các doanh nghiệp, ngân hàng có thể sử dụng các kỹ năng chuyên môn nghiệp vụ vốn có để thực hiện thu thập những thông tin riêng về các đối tượng khách hàng, phân tích tình hình kinh doanh cũng như tình hình tài chính rồi xây dựng và đề xuất kế hoạch phát hành phù hợp. Bên cạnh những lợi thế về chuyên môn, ngân hàng còn có thế mạnh về vốn, có cơ sở vật chất, trang thiết bị đầy đủ, hệ thống khách hàng rộng khắp, điều này hỗ trợ rất nhiều cho các nghiệp vụ dịch vụ chứng khoán, trong đó có nghiệp vụ bảo lãnh phát hành.

Thực tế hiện nay, hầu hết các công ty chứng khoán đều là một bộ phận của các NHTM, trong xu thế tự do cạnh tranh, các công ty chứng khoán ngày càng có nhiều dịch vụ tư vấn khá tốt cho các doanh nghiệp muốn phát hành chứng khoán lần cho các nhà đầu tư muốn tham gia thị trường chứng khoán. Do vậy, để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển, cần thực hiện một số vấn đề sau :

- Xác định hệ thống ngân hàng và thị trường trái phiếu doanh nghiệp không tồn tại mâu thuẫn, tuy đối lập với nhau về lợi ích nhưng vẫn có mối quan hệ nhất định, chúng cần hỗ trợ nhau để đáp ứng nhu cầu của các doanh nghiệp và nhà đầu tư.

- Trong giai đoạn hiện nay, khuyến khích các NHTM tham gia TTCK với vai trò trung gian, cầu nối giữa các doanh nghiệp, nhà đầu tư với thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Các NHTM, cụ thể là các công ty chứng khoán cần tư vấn cho doanh nghiệp về việc phát hành trái phiếu huy động vốn, tư vấn cho nhà đầu tư về trái phiếu doanh nghiệp như một loại chứng khoán ít rủi ro và có thu nhập ổn định.

- Về lâu dài, nên định hướng xây dựng hệ thống ngân hàng trở thành chủ thể chủ yếu cung cấp các công cụ nợ ngắn hạn, còn các công cụ nợ trung dài hạn là của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Muốn vậy, cần có một quá trình tạo lập và hoàn thiện đủ điều kiện cũng như khung pháp lý cần thiết cho sự phát triển của hệ thống ngân hàng và thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong mối quan hệ hỗ trợ vì sự phát triển an toàn của thị trường tài chính và của nền kinh tế quốc gia.

III.2.5- Nâng cao nhận thức cho các doanh nghiệp và công chúng đầu tư về chứng khoán nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

Cuối cùng và vô cùng quan trọng, cần chú trọng công tác tuyên truyền, đào tạo kiến thức về chứng khoán cho các doanh nghiệp và các nhà đầu tư nhằm thúc đẩy thị trường sơ cấp lẫn thị trường thứ cấp phát triển.

Tuy công tác đào tạo, quảng bá và tuyên truyền về chứng khoán trong thời gian qua cũng có những thành tựu đáng ghi nhận, bước đầu có lôi cuốn sự quan tâm của công chúng đầu tư cũng như các doanh nghiệp, nhưng chỉ dừng ở loại chứng khoán là cổ phiếu, còn những hiểu biết về trái phiếu nhất là trái phiếu doanh nghiệp chưa thực sự được khai thông.

Thời gian tới, cần có những chiến lược phổ cập kiến thức chứng khoán đến từng doanh nghiệp, đặc biệt là đối tượng doanh nghiệp vừa và nhỏ, vì những doanh nghiệp này chiếm đại đa số trong nền kinh tế Việt Nam, nhưng quy mô vốn còn nhỏ và trình độ quản lý chưa cao, do vậy các doanh nghiệp này cần được hỗ trợ để hiểu rõ hơn về những phương thức huy động vốn qua thị trường chứng khoán, trong đó có phương thức phát hành trái phiếu.

Tiếp tục đẩy mạnh công tác tuyên truyền về chứng khoán (trong đó có trái phiếu doanh nghiệp) và thị trường chứng khoán cho công chúng qua các phương tiện thông tin đại chúng, nhằm thu hút họ tham gia thị trường chứng khoán thay vì gửi tiết kiệm ngân hàng.

Để kích cầu trái phiếu, Chính phủ cần xây dựng những chính sách cơ chế hướng công chúng đến với thị trường giao dịch trái phiếu, có thể quan tâm một số nội dung như sau :

- Áp dụng chính sách miễn giảm thuế liên quan đến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trái phiếu nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

- Cho phép các tổ chức tín dụng được duy trì một tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhất định bằng trái phiếu nhằm tạo nhu cầu mua bán, trao đổi trái phiếu, đồng thời qua đó giảm lượng cung tiền tệ trên thị trường.

❖ Kết luận chương III :

Đứng trước những cơ hội và thách thức trong hiện tại, việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở thành kênh huy động vốn trung dài hạn là hết sức cần thiết, nhằm khuyến khích các doanh nghiệp tự chủ, độc lập trong công tác huy động vốn, thay thế dần thói quen ỷ lại nguồn vốn vay từ ngân hàng, giảm thiểu gánh nặng rủi ro cho hệ thống ngân hàng, chuẩn bị hành trang trên bước đường hội nhập quốc tế.

Tuy nhiên, để thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam phát triển và thực hiện đúng chức năng của nó, đòi hỏi sự quan và phối hợp đồng bộ của các cấp, các ngành từ Trung ương đến địa phương, tạo mọi điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp và nhà đầu tư tiếp cận thị trường trái phiếu. Việc thực hiện tốt các giải pháp được đề cập ở trên, sẽ góp phần thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở thành kênh tài trợ vốn nợ có hiệu quả, đảm bảo thỏa mãn các mục tiêu chiến lược của nền kinh tế Việt Nam.

KẾT LUẬN

Việt Nam đang trong thời kỳ chuyển đổi từ cơ chế kinh tế tập trung quan liêu bao cấp sang cơ chế kinh tế thị trường, quá trình chuyển đổi đó đòi hỏi chúng ta phải hội đủ các yếu tố cần thiết, trong đó có yếu tố về vốn. Ở thời điểm hiện tại, nền kinh tế Việt Nam đang có những bước phát triển ngoạn mục, theo đà hội nhập kinh tế quốc tế, tiến tới gia nhập WTO, khi đó chúng ta không thể đứng ngoài sự vận động chung của kinh tế toàn cầu. Để đảm bảo nguồn lực phục vụ cho nhu cầu phát triển kinh tế, Đảng và Nhà nước đã chú trọng đến việc thúc đẩy sự vận động của thị trường vốn nhằm tập trung nguồn lực trong nước, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp, kể cả doanh nghiệp nhỏ và vừa, được dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn trên thị trường, đa dạng hóa nguồn tài trợ, đảm bảo mục tiêu phát triển bền vững.

Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay vẫn chưa từ bỏ thói quen vay vốn ngân hàng, xem ngân hàng là nguồn tài trợ vốn nợ duy nhất mà quên rằng phát hành trái phiếu cũng là một kênh huy động vốn nợ có hiệu quả, vừa tăng tính tự chủ, độc lập cho doanh nghiệp, vừa chia sẻ rủi ro cho nhiều nhà đầu tư nên sẽ giảm gánh nặng rủi ro cho hệ thống ngân hàng. Nguyên nhân do thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn non trẻ, khung pháp lý chưa được xây dựng hoàn chỉnh, cơ sở hạ tầng còn hạn chế, chưa có nền tảng lãi suất chuẩn, nhận thức tư tưởng, kiến thức quản trị kém, tâm lý e ngại, sợ rủi ro khi thay đổi hình thức huy động vốn của đại đa số các doanh nghiệp...

Hơn lúc nào hết, để khắc phục các nguyên nhân dẫn đến tình trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp kém phát triển, cần phải có những giải pháp được phối hợp thực hiện từ các cấp, các ngành. Việc hoàn thiện khung pháp lý và hệ thống quản lý là giải pháp nền tảng cơ bản, song song đó là các giải pháp thúc đẩy thị trường sơ cấp, thị trường thứ cấp, cuối cùng và hết sức quan trọng là việc nâng cao nhận thức,

thay đổi tư duy của các doanh nghiệp và nhà đầu tư, thu hút sự quan tâm của các đối tượng này đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Dẫu biết rằng, phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp đòi hỏi phải có một khoảng thời gian nhất định, với sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ và sự chuẩn bị đầy đủ về cơ sở hạ tầng, thế nhưng đề tài **“PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM”** kỳ vọng rằng : một khi các giải pháp nêu trên được thực hiện đồng bộ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ có thể vận động theo đúng định hướng đã đề ra trong “Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2010” và sẽ trở thành kênh huy động vốn trung dài hạn cho nền kinh tế, chuyển dần gánh nặng từ hệ thống ngân hàng sang thị trường trái phiếu doanh nghiệp nhằm đảm bảo mục tiêu an toàn cho nền tài chính quốc gia.



ĐỀ XUẤT CHO NHỮNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

Thực tế rằng, tác giả đề tài đã có nhiều cố gắng trong việc nghiên cứu về thị trường trái phiếu công ty, tìm hiểu về thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam và những nguyên nhân khiến cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp kém phát triển, trên cơ sở đó đề xuất các giải pháp nhằm thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam vận động và phát triển. Tuy nhiên, do hạn chế về kiến thức và thời gian nên vẫn còn nhiều vấn đề mà tầm vóc của một luận văn Thạc sĩ kinh tế chưa thể trình bày hết được.

Do vậy, tác giả hy vọng trong thời gian tới, các nhà khoa học, các chuyên gia nghiên cứu về lĩnh vực trái phiếu nói chung và trái phiếu công ty nói riêng sẽ có những công trình nghiên cứu bao quát hơn, chuyên sâu hơn về các chủ đề sau :

☞ *Phát triển thị trường trái phiếu công ty ở các nước phát triển và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam*

☞ *Định hướng và giải pháp phát triển ngành định mức tín nhiệm ở Việt Nam*

☞ *Phát triển hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam*

Nếu được thực hiện, những nghiên cứu trên sẽ rất có ích cho các nhà quản lý trong việc xây dựng pháp luật và hoạch định chính sách nhằm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở thành kênh tài trợ vốn nợ hiệu quả bên cạnh các kênh huy động vốn khác của nền kinh tế, đó cũng là xu hướng chung của kinh tế thế giới và khu vực trong thời đại ngày nay.



TÀI LIỆU THAM KHẢO



I. VĂN BẢN PHÁP LÝ

1. Quốc Hội khoá 11, *Luật Chứng khoán (Luật số 70/2006/QH 11)*
2. Quốc Hội khóa 11, *Luật Doanh nghiệp (Luật số 60/2005/QH11)*
3. Chính phủ, *Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán.*
4. Chính phủ, *Nghị định 120-CP ngày 17/9/1994 ban hành Quy chế tạm thời về việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu doanh nghiệp Nhà nước.*
5. Chính phủ, *Nghị định 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.*
6. Thống đốc Ngân hàng nhà nước, *Quyết định số 1627/2001/QĐ-NHNN ngày 31/12/2001 về việc ban hành Quy chế cho vay của tổ chức tín dụng đối với khách hàng.*
7. Thống đốc Ngân hàng nhà nước, *Quyết định số 1287/2002/QĐ-NHNN ngày 22/11/2002 về việc ban hành Quy chế phát hành giấy tờ có giá của tổ chức tín dụng để huy động vốn trong nước.*
8. Các thông tư hướng dẫn và văn bản khác có liên quan.

I. TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

1. Phạm Thuý Lan (2001), *Thị trường trái phiếu công ty của một số nước châu Á sau khủng hoảng và một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp cơ sở, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Hà Nội.

2. Nguyễn Thị Thúy Nga (2005), *Thực trạng và các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành Phố Hồ Chí Minh.
3. TS. Phan Thị Bích Nguyệt (2006), *Đầu tư tài chính*, NXB Thống kê.
4. PGS.TS. Trần Ngọc Thơ chủ biên (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà Xuất bản Thống kê.
5. TS. Nguyễn Văn Thuận chủ biên (2000), *Đầu tư tài chính*, NXB Thống kê.
6. Tham luận, *Chiến lược và lộ trình phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010*, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP HCM.
7. Hội thảo (30/7/2004), *Phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam*, Viện nghiên cứu Nomura, Hà Nội.
8. Hội thảo (15/3/2006), *Hệ thống các nhà tạo lập thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam*, Viện nghiên cứu Nomura, Hà Nội.
9. Hội thảo (20/5/2004), *Thành lập công ty định mức tín nhiệm ở Việt Nam*, Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI), Hà Nội.

II. TÀI LIỆU BÁO CHÍ VÀ TẠP CHÍ

1. Chuyên mục Người quan sát, “Rộng cửa cho phát hành trái phiếu doanh nghiệp”, *Tạp chí Đầu tư chứng khoán* (số 24 ngày 12/6/2006) , trang 3-4.
2. Trần Trung Thành, “Bước đường trái phiếu doanh nghiệp”, *Tạp chí Đầu tư chứng khoán* (số 28 ngày 10/7/2006), trang 12.
3. Ths. Phạm Nguyễn Hoàng, “Hệ thống giao dịch thứ cấp trái phiếu”, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam* (số 6 tháng 6/2006), trang 36-39.
4. Võ Chí Thành và Nguyễn Anh Dương, “Thiết lập ngành định mức tín nhiệm ở Việt Nam”, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam* (số 7 - 7/2006), trang 62-65.

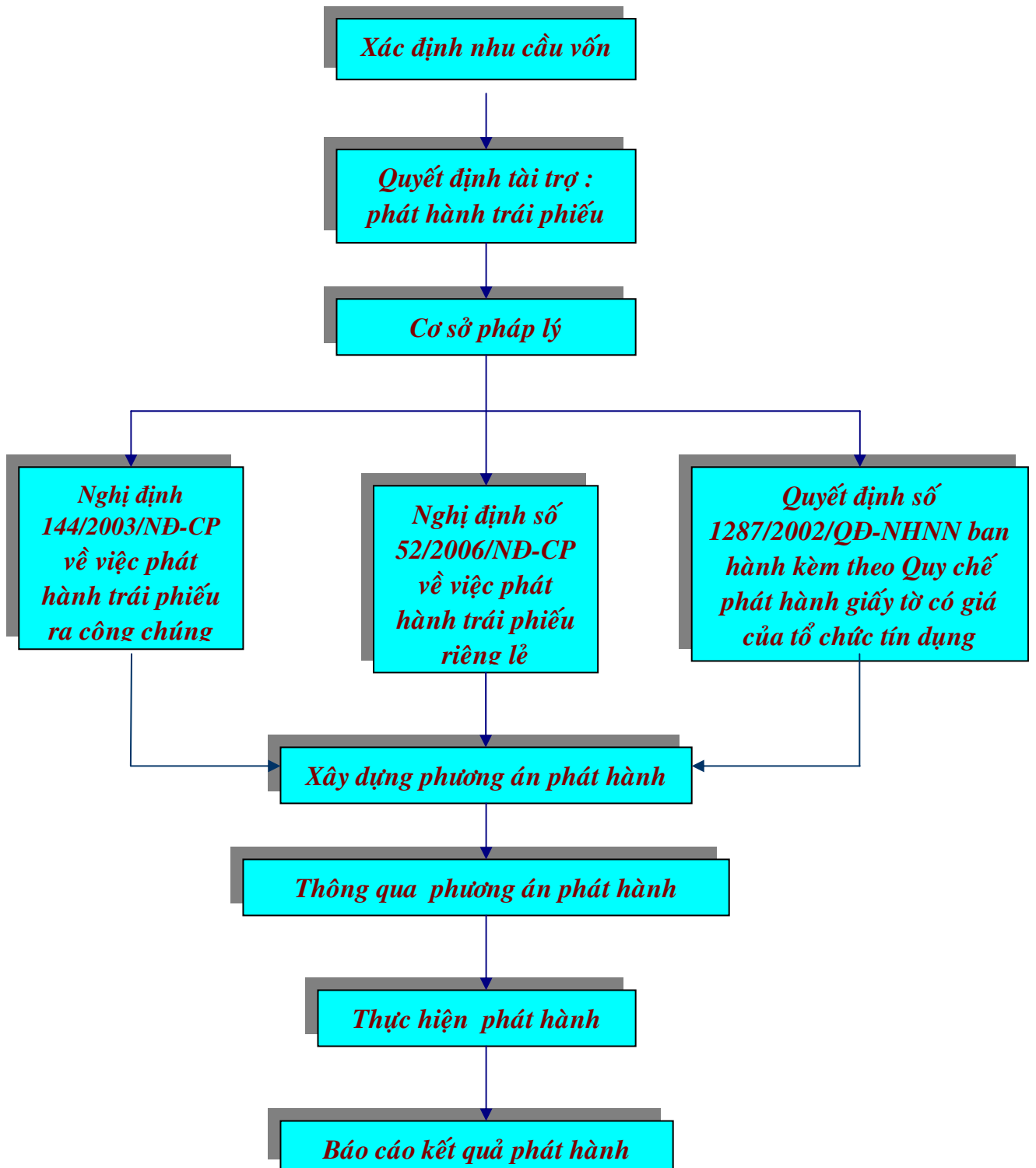
5. Võ Chí Thành và Nguyễn Anh Dương, “Thiết lập ngành định mức tín nhiệm ở Việt Nam”, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam* (số 8 - 8/2006), trang 3-6.
6. Ths. Nguyễn Đức Chi, “Thị trường vốn cần những giải pháp phát triển đồng bộ”, *Tạp chí Tài chính doanh nghiệp* (số 8-2006), trang 4-6.
7. Ths. Đỗ Thành Phương – Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, “Thông tin không đối xứng với vấn đề công bố thông tin trên TTCK Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính* (số 10-2006), trang 44-47.
8. Thông tin tham khảo trên các website :
www.mof.gov.vn, www.ssc.gov.vn, www.sbc.gov.vn, www.vietnamnet.vn,
www.vir.com.vn, www.vneconomy.com.vn, www.vcbs.com.vn,
www.bsc.com.vn, ...

III. TÀI LIỆU TIẾNG ANH

1. Art Kamlet (artkamlet at aol.com), Chris Lott (5/7/1998), “Bonds – Basics”
2. Bill Rini (bill at moneypages.com), Mike Tinnemeier (12/11/2002), “Bonds – Moody Bond Ratings”
3. Dow Jones News (25/8/2003), “ Sinopec to issue bond : Cheaper than borrowing from banks”.



QUY TRÌNH PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP



PHỤ LỤC 2

QUY TRÌNH PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

VITRANSCHART

Cùng với xu thế chung của nền kinh tế đất nước trong giai đoạn đổi mới, Công ty Vận tải và Thuê Tàu biển Việt Nam (Vitranschart) vốn là một trong những công ty hàng đầu của Tổng Công ty Hàng Hải Việt Nam (Vinalines), đã đang và tiếp tục thực hiện các dự án đầu tư, đổi mới, trẻ hóa đội tàu của Công ty, đó cũng là một phần của “Đề án phát triển Tổng Công ty Hàng Hải Việt Nam” đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại quyết định số 1419/QĐ-TTg ngày 01/11/2001. Đề án nhấn mạnh đến việc hình thành và phát triển đội tàu trẻ có tính năng khai thác hiện đại, thỏa mãn lâu dài các yêu cầu của công ước quốc tế, hội đủ năng lực để cạnh tranh với các đối thủ trên đấu trường quốc tế.



Tuy nhiên, nguồn vốn để đầu tư phát triển đội tàu là vấn đề nan giải không riêng với Vitranschart mà cả các doanh nghiệp trong ngành như Vosco, Vinaship, Falcon..., phần lớn vốn đầu tư của đơn vị được huy động qua các ngân hàng thương mại, với mật độ đầu tư ngày càng dày để nhanh chóng có đội tàu đủ năng lực cạnh tranh, trong thời gian tới Vitranschart chắc chắn sẽ đối mặt với sức ép trả nợ vay trung dài hạn, khi đó hoạt động kinh doanh của Công ty sẽ khó khăn do thiếu hụt vốn lưu động. Đó là một loạt các vấn đề mà lãnh đạo Công ty đang băn khoăn lo nghĩ.

Vận dụng những nghiên cứu trên đây, tác giả đề tài xây dựng quy trình phát hành trái phiếu doanh nghiệp Vitranschart. Phát hành trái phiếu không những giúp Vitranschart thu hút vốn đầu tư trung dài hạn, mà còn giúp Công ty đúc kết những kinh nghiệm ban đầu khi tham gia thị trường chứng khoán, trở thành đơn vị đầu tiên

của Ngành hàng hải có bước đột phá trong giai đoạn sắp xếp chuyển đổi doanh nghiệp. Ngoài ra, việc tham gia sớm vào thị trường chứng khoán giúp Công ty tận dụng tốt các cơ hội khẳng định tên tuổi, quảng bá thương hiệu, phù hợp với xu thế chung của nền kinh tế.

Quy trình phát hành trái phiếu doanh nghiệp Vitranschart gồm các bước sau :

1 – Xác định nhu cầu vốn

Trên cơ sở kế hoạch đầu tư phát triển đội tàu đã được Tổng Công ty Hàng Hải Việt Nam (Vinalines) phê duyệt, cơ bản xác định nhu cầu vốn cần có để thực hiện dự án đầu tư :

Tên tàu	DWT	Hình thức đầu tư	Thời gian dự kiến ghi nhập tài sản	Tổng GTĐT	
				USD	Quy VNĐ (Triệu đồng)
Chiếc số 1 / năm 2006 (VTC 01/06)	30.000	Mua	09/2006	14.000.000	224.000
Chiếc số 2 / năm 2006 (VTC 02/06)	17.500	Mua	12/2006	10.000.000	160.000
Chiếc số 3 / năm 2006 (VTC 03/06)	22.500	Đóng mới		19.500.000	312.000
Tỷ giá quy đổi : 1 USD = 16.000 VNĐ					
Năm 2006	70.000			43.500.000	696.000
Chiếc số 1 / năm 2007 (VTC 01/07)	35.000	Mua	06/2007	15.000.000	247.500
Chiếc số 2 / năm 2007 (VTC 02/07)	17.500	Mua	06/2007	10.000.000	165.000
Chiếc số 3 / năm 2007 (VTC 03/07)	22.500	Đóng mới	12/2007	19.500.000	321.750
Chiếc số 4 / năm 2007 (VTC 04/07)	30.000	Đóng mới	12/2007	27.500.000	453.750
Tỷ giá quy đổi : 1 USD = 16.500 VNĐ					
Năm 2007	105.000			72.000.000	1.188.000
Chiếc số 1 / năm 2008 (VTC 01/08)	55.000	Đóng mới	12/2008	27.500.000	467.500
Chiếc số 2 / năm 2008 (VTC 02/08)	30.000	Đóng mới	12/2008	27.500.000	467.500
Tỷ giá quy đổi : 1 USD = 17.000 VNĐ					
Năm 2008	85.000			55.000.000	935.000
Chiếc số 1 / năm 2009 (VTC 01/09)	55.000	Đóng mới	12/2009	27.500.000	481.250

Tỷ giá quy đổi : 1 USD = 17.500 VNĐ					
Năm 2009	55.000			27.500.000	481.250
Không có dự án đầu tư					
Năm 2010				-	
CỘNG CHUNG	315.000			198.000.000	3.300.250
Trong đó : Vay từ Quỹ HTPT				39.000.000	633.750
Nguồn khác				159.000.000	2.666.500

(Nguồn : Kế hoạch đầu tư phát triển đội tàu giai đoạn 2006 - 2010)

Trong tổng số 10 tàu của kế hoạch đầu tư trên có hai tàu nằm trong chương trình đóng mới 32 tàu trong nước của Tổng Công ty Hàng Hải Việt Nam đã được duyệt vay vốn từ nguồn hỗ trợ phát triển của Nhà nước, gồm chiếc số 3/2006 và chiếc số 3/2007, tổng giá trị đầu tư hai tàu này là 39 triệu đô la Mỹ, với tỷ giá USD/VNĐ có tính đến trượt giá hàng năm ở mức 3% thì giá trị đầu tư của hai tàu này dự kiến là 633,75 tỷ đồng. Tám tàu còn lại sẽ thực hiện bằng nguồn vốn vay ngân hàng thương mại và các nguồn khác với tổng giá trị đầu tư là 159 triệu đô la Mỹ, tương đương khoản 2.666,5 tỷ đồng . Như vậy, để hoàn thành tốt kế hoạch đầu tư phát triển đội tàu từ năm 2006 – 2010, Công ty cần nguồn vốn đầu tư dự kiến là 3.300,25 tỷ đồng.

2 - Quyết định tài trợ : phát hành trái phiếu doanh nghiệp Vitranschart

Với nhu cầu vốn đầu tư dự kiến như trên, để giảm áp lực trả nợ vốn vay ngân hàng thương mại và Quỹ hỗ trợ phát triển (nay là Ngân hàng Phát triển), Công ty quyết định tài trợ hai tàu VTC 01/07 và VTC 02/07 với giá trị đầu tư khoảng 410 tỷ đồng bằng nguồn phát hành trái phiếu Vitranschart.

3 - Cơ sở pháp lý

Nghị định số 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Theo đó, Công ty hoàn toàn đáp ứng đủ các điều kiện để được phát hành trái phiếu như :

- Thời gian hoạt động của Công ty hơn 31 năm kể từ ngày thành lập (25/6/1975)

- Báo cáo tài chính năm 2005, 2006 đều được kiểm toán bởi Công ty Cổ phần Kiểm toán A&C

- Kết quả sản xuất kinh doanh năm 2005 lãi 65 tỷ đồng, năm 2006 dự kiến lãi bằng mức năm 2005.

- Phương án phát hành trái phiếu sẽ do Bộ Tài chính thông qua.

4 - Xây dựng phương án phát hành

Phương án phát hành sẽ đảm bảo đầy đủ các nội dung theo quy định, trong đó có đề cập một số yêu cầu cơ bản như sau :

- Mục đích phát hành : Đầu tư mua tàu VTC 01/07 và VTC 02/07

- Số lượng phát hành : dự kiến 4.100.000 trái phiếu, mệnh giá : 100.000 đ/trái phiếu

- Loại trái phiếu dự kiến phát hành : Trái phiếu không chuyển đổi có bảo đảm thanh toán.

Tổ chức bảo lãnh phát hành : Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á và Ngân hàng Natexis Việt Nam.

Tổ chức tư vấn phát hành, lưu ký và đại lý thanh toán là Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á.

- Thời hạn trái phiếu : 5 năm.

- Lãi suất được xác định bằng lãi suất trái phiếu chính phủ cùng thời hạn cộng với 1,5% / năm. Lãi suất trái phiếu sẽ được trả theo phương thức trả sau hàng năm vào ngày phát hành, chủ sở hữu trái phiếu được nhận lãi và gốc trái phiếu tại tài khoản lưu ký trái phiếu thông qua Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á.

Khi trái phiếu được giao dịch trên Trung tâm giao dịch chứng khoán, việc thanh toán gốc và lãi được thực hiện theo quy định của pháp luật về chứng khoán.

- Vitranschart được quyền mua lại trái phiếu trước hạn; Trái phiếu được chuyển quyền sở hữu dưới các hình thức mua, bán, cho, tặng, trao đổi và được sử dụng làm tài sản thế chấp vay vốn tại các tổ chức tín dụng khác.

5 - Thông qua phương án phát hành

Sau khi hoàn tất phương án phát hành trái phiếu Vitranschart năm 2007, lập hồ sơ gửi Bộ Tài chính với đầy đủ các tài liệu sau :

- Văn bản đề nghị phát hành trái phiếu Vitranschart.
- Quyết định phê duyệt chủ trương phát hành trái phiếu Vitranschart của Tổng Công ty Hàng Hải Việt Nam, kèm theo phương án phát hành.
- Báo cáo tài chính năm liền kề trước năm phát hành được kiểm toán.
- Bản sao giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh và Điều lệ doanh nghiệp.

6 - Thực hiện phát hành

Khi có ý kiến bằng văn bản của Bộ Tài chính về việc chấp thuận phương án phát hành trái phiếu Vitranschart, Công ty tiến hành các công việc theo đúng quy trình bảo lãnh phát hành trái phiếu, cụ thể như sau :

- ***Thông báo nội dung trái phiếu dự kiến phát hành*** : Trước ngày phát hành trái phiếu ít nhất 15 ngày làm việc, Công ty thông báo nội dung phát hành trái phiếu cho các thành viên tham gia bảo lãnh phát hành trái phiếu ; Căn cứ thông báo này, các thành viên tham gia bảo lãnh phát hành thăm dò khả năng mua trái phiếu của các nhà đầu tư.

- ***Đăng ký bảo lãnh và lựa chọn tổ chức bảo lãnh phát hành*** : Trước ngày phát hành trái phiếu ít nhất 10 ngày làm việc, trên cơ sở kết quả đăng ký mua trái phiếu của các nhà đầu tư, các thành viên tham gia bảo lãnh phát hành đăng ký bảo lãnh phát hành trái phiếu với Công ty Vitranschart (tổ chức phát hành) để làm căn cứ xem xét, lựa chọn cấu trúc bảo lãnh và các tổ chức bảo lãnh phát hành.

Các tổ chức được lựa chọn để bảo lãnh phát hành trái phiếu là các tổ chức sẽ phân phối trái phiếu nhận bảo lãnh cho một số nhà đầu tư (tối đa không quá 50 nhà đầu tư theo quy định hiện hành về phát hành trái phiếu ra công chúng), có mức lãi suất, phí bảo lãnh phát hành thấp hơn so với các tổ chức đăng ký bảo lãnh khác.

- ***Thỏa thuận các điều kiện và ký hợp đồng bảo lãnh phát hành*** : Trước ngày phát hành trái phiếu ít nhất 7 ngày làm việc, Công ty phải tổ chức họp để thỏa thuận

với các thành viên được lựa chọn bảo lãnh phát hành về các nội dung có liên quan đến đợt phát hành trái phiếu bao gồm : lãi suất, phí bảo lãnh, khối lượng trái phiếu nhận bảo lãnh, hình thức bán trái phiếu và các vấn đề khác có liên quan.

Căn cứ kết quả thỏa thuận với các tổ chức bảo lãnh phát hành, Công ty tiến hành ký Hợp đồng bảo lãnh phát hành trái phiếu với các tổ chức bảo lãnh phát hành. Hợp đồng bảo lãnh phát hành phải đảm bảo một số nội dung chính :

+ Các điều khoản, điều kiện của trái phiếu : kỳ hạn trái phiếu, lãi suất trái phiếu, hình thức trái phiếu, giá bán trái phiếu, mệnh giá trái phiếu, ngày phát hành, ngày đến hạn thanh toán, phương thức thanh toán gốc, lãi trái phiếu ...

+ Phương thức bảo lãnh

+ Số lượng nhà đầu tư tham gia mua trái phiếu

+ Phí bảo lãnh phát hành

+ Thời hạn và phương thức thanh toán số tiền trái phiếu nhận bảo lãnh, phí bảo lãnh phát hành

+ Quyền lợi, nghĩa vụ, trách nhiệm của các bên liên quan.

- ***Thông báo nội dung chính thức của đợt phát hành trái phiếu*** : Trước ngày phát hành trái phiếu ít nhất 5 ngày làm việc, căn cứ Hợp đồng bảo lãnh phát hành trái phiếu, Vitranschart và tổ chức bảo lãnh phát hành thông báo nội dung phát hành trái phiếu trên các phương tiện thông tin đại chúng.

- ***Phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư*** : Căn cứ nội dung thông báo phát hành trái phiếu và Hợp đồng bảo lãnh phát hành trái phiếu đã ký với tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh phát hành phân phối trái phiếu đã nhận bảo lãnh cho các nhà đầu tư.

- ***Chuyển tiền trái phiếu nhận bảo lãnh*** : Trong ngày phát hành trái phiếu, các tổ chức bảo lãnh phát hành phải chuyển toàn bộ số tiền trái phiếu đã nhận bảo lãnh theo hợp đồng vào tài khoản của Vitranschart ; Trường hợp các tổ chức bảo lãnh phát hành chậm chuyển tiền sẽ chịu phạt chậm thanh toán theo quy định của pháp luật

(mức phạt cụ thể do Bộ Tài chính quy định tại Thông tư hướng dẫn thực hiện Nghị định số 52/2006/NĐ-CP)

- **Chuyển giao trái phiếu** : Trái phiếu khi mới phát hành được thực hiện theo hình thức ghi sổ. Căn cứ vào danh sách, số tiền mua trái phiếu và yêu cầu của các nhà đầu tư do tổ chức bảo lãnh phát hành gửi đến, Vitranschart sẽ chuyển giao giấy chứng nhận sở hữu trái phiếu hoặc chứng chỉ trái phiếu thông qua các tổ chức bảo lãnh phát hành.

7 - Báo cáo kết quả phát hành

Sau ngày kết thúc đợt phát hành trái phiếu chậm nhất 15 ngày, Vitranschart sẽ báo cáo Bộ Tài chính về kết quả phát hành trái phiếu; Định kỳ hàng năm Vitranschart cũng sẽ báo cáo Bộ Tài chính về tình hình phát hành, thanh toán gốc, lãi trái phiếu phát sinh trong năm; Chế độ báo cáo phát hành trái phiếu sẽ được thực hiện cho đến khi các khoản gốc, lãi trái phiếu được thanh toán hết cho các nhà đầu tư.

Tự trung lại, việc phát hành trái phiếu Vitranschart trước hết sẽ góp phần làm giảm áp lực trả nợ ngân hàng, giúp điều chuyển một cách hợp lý vốn đầu tư trung dài hạn, không ảnh hưởng đến vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh, nhờ đó nâng cao hiệu quả hoạt động của đơn vị, nhắm đến mục tiêu đạt mức tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận kế hoạch như mong đợi.

Tuy việc phát hành trái phiếu lần đầu sẽ gặp khó khăn, có thể dẫn đến chi phí sử dụng vốn cao do phí phát hành cao, nhưng ở những lần phát hành sau, Công ty có thể kỳ vọng sẽ huy động vốn trên thị trường chứng khoán với giá rẻ hơn vì khi đó các nhà đầu tư đã biết đến thương hiệu Vitranschart. Muốn huy động được vốn với giá rẻ, không còn cách nào khác hơn là Công ty phải coi trọng việc công khai, minh bạch, uy tín và hoạt động có hiệu quả.

