

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



NGUYỄN TRẦN THỤY KHANH

**PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ CỦA VIỆT NAM
THỰC TRẠNG VÀ GIẢI PHÁP**

Chuyên ngành: Kinh tế Tài chính-Ngân hàng

Mã số: 60.31.12

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC
TS. THÂN THỊ THU THỦY**

TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2006

Môc lôc

Trang phô b×a	
Lêi cam ①oan	
Môc lôc	
Danh môc ch÷ viÕt t ³ / ₄ t	
Danh môc c ₁ c b¶ng, biÓu ①ả	
Danh môc c ₁ c ①ả thĐ	
Mề ①Çu	1
Ch--ng 1: Tæng quan vÒ tr,i phiÕu quèc tÕ	4
1.1 Tổng quan về trái phiếu	4
1.1.1 Khái niệm.....	4
1.1.2 Những đặc điểm cơ bản của trái phiếu	4
1.1.3 Phân loại trái phiếu	6
1.2 Khái quát về trái phiếu quốc tế	8
1.2.1 Khái niệm.....	8
1.2.2 Đặc tr-ng của trái phiếu quốc tế	9
1.2.3 Các yếu tố ảnh h- ởng đến giá trái phiếu quốc tế	10
1.2.4 Định giá trái phiếu quốc tế.....	15
1.2.5 Xác định chi phí vay (lãi suất thực của trái phiếu).....	16
1.2.6 Thị tr- ờng trái phiếu quốc tế.....	17
1.2.7 Hình thức phát hành trái phiếu quốc tế.....	19
1.2.8 Bài học kinh nghiệm phát hành trái phiếu quốc tế của Trung Quốc	20
❖ Kết luận ch- ơng 1	26
Ch--ng 2: Thúc tr¹ng ph,t hnh tr,I phiÕu quèc tÕ cña viÕt nam	24
2.1 Tình hình kinh tế thế giới và thị tr- ờng trái phiếu quốc tế	24
2.1.1 Tình hình kinh tế thế giới.....	24

2.1.2	Tình hình trái phiếu quốc tế trên thế giới	27
2.2	Thực trạng kinh tế Việt Nam	32
2.2.1	Tốc độ tăng tr-ởng kinh tế.....	32
2.2.2	Cán cân thanh toán- Dự trữ ngoại hối.....	33
2.2.3	Tỷ giá hối đoái	34
2.3	Hệ số tín nhiệm của Việt Nam.....	35
2.4	Thực trạng phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam	37
2.4.1	Cơ sở pháp lý cho quá trình phát hành trái phiếu quốc tế	37
2.4.2	Vai trò của phát hành trái phiếu quốc tế đối với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam	39
2.4.3	Những thuận lợi - khó khăn khi phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam	41
2.4.4	Thực trạng phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam.....	44
2.5	Đánh giá việc phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam	52
2.5.1	Thành công.....	52
2.5.2	Tồn tại và nguyên nhân.....	55
❖	Kết luận chương 2	68
<u>Chương 3:</u>	Giải pháp cho quá trình phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam	62
3.1	Định hướng giải pháp tài chính Việt Nam giai đoạn 2006-2010	62
3.1.1	Củng cố nền tài chính quốc gia.....	62
3.1.2	Tình trạng nợ n-ớc ngoài tiếp tục duy trì theo một cơ cấu bền vững.....	62
3.1.3	Quá trình cải cách doanh nghiệp.....	63
3.1.4	Hệ thống pháp luật	63
3.1.5	Phát triển thị trường vốn trong n-ớc.....	63
3.1.6	Đa dạng hóa các hình thức huy động vốn.....	64
3.2	Giải pháp phát triển phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam.....	64
3.2.1	Đa dạng chủ thể phát hành trái phiếu quốc tế.....	64
3.2.2	Nâng cao hoạt động công khai hóa thông tin	65
3.2.3	Xây dựng dự trữ ngoại tệ quốc gia vững mạnh	69

3.2.4	Giải pháp nâng cao hiệu quả vay vốn và sử dụng vốn thông qua phát hành trái phiếu quốc tế.....	71
3.3	Giải pháp nâng cao chất lượng phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ.....	73
3.3.1	Phân tích diễn biến thị trường tài chính quốc tế	74
3.3.2	Nâng cao hệ số tín nhiệm Chính phủ.....	74
3.3.3	Quản lý quá trình sử dụng nguồn vốn vay từ trái phiếu Chính phủ	76
3.4	Đẩy mạnh triển khai và thúc đẩy phát hành trái phiếu quốc tế của doanh nghiệp.....	77
3.4.1	Tăng tốc cho tiến trình tái cấu trúc các DNNN	77
3.4.2	Khuyến khích doanh nghiệp tự phát hành trái phiếu quốc tế	78
3.4.3	Tham gia đánh giá định mức tín nhiệm.....	79
3.4.4	Lựa chọn đối tác bảo lãnh phát hành.....	80
3.4.5	Tập trung vào các dự án đem lại nguồn thu ngoại tệ.....	80
3.4.6	Tận dụng nhà đầu tư là các đối tác kinh doanh nước ngoài sẵn có.....	80
❖	Kết luận chương 3	89
Kết luận.....	90
Tài liệu tham khảo		
Phê bình 1:	thang điểm mức tín nhiệm để với các khoản vay và nợ	
Phê bình 2:	kinh nghiệm phát hành trái phiếu chính phủ trên thị trường và quốc tế	
Phê bình 3:	sẽ liệu vụ biểu diễn kinh tế Việt Nam	
Phê bình 4:	Sẽ liệu vụ biểu diễn và tình hình phát hành trái phiếu quốc tế trên thị trường	

Danh mục Các bảng, biểu đồ

Bảng

Bảng 2.1:	Trái phiếu Chính phủ của các nước trong khu vực	34
Bảng 2.2:	Số lượng trái phiếu quốc tế của các quốc gia trong khu vực Châu Á	35

Bảng 2.3 Dự trữ ngoại hối của Việt Nam giai đoạn 2000-2005.....	38
Bảng 2.4: Hệ số tín nhiệm các quốc gia khu vực ASEAN +3	40
Bảng 2.5: Đặc điểm trái phiếu Chính phủ của Việt Nam	51

biểu đồ

Biểu đồ 2.1: Tình hình lạm phát trên thế giới	28
Biểu đồ 2.2: Tỷ giá EUR/USD trong giai đoạn 1/2002-10/2006	29
Biểu đồ 2.3: Lãi suất cơ bản - lãi suất trái phiếu US Treasury.....	30
Biểu đồ 2.4: Tổng giá trị phát hành trái phiếu quốc tế trên thế giới	31
Biểu đồ 2.5: Các loại tiền định danh trái phiếu quốc tế	32
Biểu đồ 2.6: Khối lượng phát hành trái phiếu có hệ số tín nhiệm trung bình- thấp...33	
Biểu đồ 2.7 : Tình hình tỉ lệ bù của các loại trái phiếu công ty Mỹ, khu vực Châu Âu, và Nhật.....	33
Biểu đồ 2.8: Tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, Trung Quốc, và các nước Asean giai đoạn 2001-2005	36
Biểu đồ 2.9: Tỷ giá VND/USD qua các năm 2002-tháng 8/2006.....	39
Biểu đồ 2.10: Mức chênh lệch lãi suất trái phiếu Chính phủ của Việt Nam so với lãi suất Trái phiếu khi bạc Mỹ.....	60
Biểu đồ 2.11: Bảng xếp hạng công khai thông tin của Việt Nam	65

Danh mục Các bảng

Bảng

Đồ thị 1.1 Quan hệ lãi suất thị trường và giá trái phiếu	12
Đồ thị 1.2: Mối quan hệ giữa thời gian đáo hạn trái phiếu với phần bù tăng theo thời gian.....	16

Danh mục chữ viết tắt

BIS: Bank for International Settlements

BTC: Bộ Tài chính

DN: Doanh nghiệp

DNNN: Doanh nghiệp nhà nước

DNTN: Doanh nghiệp tư nhân

ĐMTN: Định mức tín nhiệm

HSBC: Hongkong and Shanghai Banking Corporation.

IMF: Quỹ tiền tệ quốc tế

KCN: Khu công nghiệp

NHTW: Ngân hàng Trung ương

OECD: Tổ chức Hợp tác và phát triển kinh tế

SEC: Ủy ban chứng khoán và giao dịch

TCTy: Tổng công ty

TPCP: Trái phiếu chính phủ

TPCT: Trái phiếu công ty

TPQT: Trái phiếu quốc tế

TTCK: Thị trường chứng khoán

WB: Ngân hàng thế giới_ World Bank

phÇn mẽ  Çu

1. TÝnh cÈp thiÕt cña    tui

Giải pháp thu hút và sử dụng có hiệu quả các nguồn vốn huy động cho đầu t- phát triển kinh tế luôn là vấn đề hàng đầu cho các quốc gia đang phát triển. Bên cạnh việc khai thác các nguồn vốn trong n- ớc, cần phải huy động nguồn vốn từ n- ớc ngoài thông qua các hình thức huy động hiện hữu khác nhau nh- nguồn vốn hỗ trợ phát triển chính thức ODA, nguồn vốn đầu t- trực tiếp n- ớc ngoài FDI, các hình thức vay th- ong mại tín dụng xuất khẩu... Một ph- ong pháp huy động nguồn vốn bên ngoài mà nhiều quốc gia đang phát triển đang sử dụng có hiệu quả là hình thức phát hành trái phiếu quốc tế.

Trong bối cảnh đó, từ năm 1997 Việt Nam đã có kế hoạch phát hành trái phiếu quốc tế nhằm tạo ra một kênh huy động vốn mới, nâng cao hình ảnh Việt Nam trên tr- ờng quốc tế và thu hút đầu t- vào Việt Nam. Nh- ng vì nhiều lý do, kế hoạch không thể sớm thực hiện đ- ợc, cho đến tháng 10 năm 2005, Việt Nam mới chính thức phát hành trái phiếu Chính phủ lần đầu tiên ra thị tr- ờng vốn n- ớc ngoài và đã đạt đ- ợc nhiều thành công ngoài dự tính. Sự kiện này còn chứng tỏ quyết tâm của Việt Nam trong việc cam kết với cộng đồng quốc tế về khả năng hội nhập sâu rộng vào thị tr- ờng toàn cầu, trong đó phức tạp nhất là thị tr- ờng tài chính. Các nhà tài trợ, tổ chức quốc tế đã đánh giá cao kết quả của việc phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ vào cuối năm 2005 và đ- ợc Tạp chí Tài chính Quốc tế trao giải th- ờng “Trái phiếu quốc tế phát hành xuất sắc nhất trong năm”.

Đối với các doanh nghiệp trong n- ớc, sự thành công của đợt phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ mang một ý nghĩa vô cùng quan trọng, đã thiết lập đ- ợc một “điểm chuẩn” cho các doanh nghiệp trực tiếp huy động nguồn vốn trung và dài hạn bằng ngoại tệ. Mở ra kênh huy động vốn trung dài hạn hiệu quả cho mục tiêu tăng tr- ởng bền vững của doanh nghiệp bên cạnh nguồn vốn góp ban đầu khi thành lập, nguồn vốn vay từ hệ thống ngân hàng, hay phát hành trái phiếu huy động vốn trong n- ớc...

Vì đây là lần đầu tiên phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị tr- ờng trái phiếu quốc tế, bên cạnh những thành công cũng tồn tại không ít những bất cập trong quá

trình phát hành. Bất kỳ một hoạt động kinh tế nào cũng có tính hai mặt, các doanh nghiệp cũng nên chú ý. Phát hành trái phiếu quốc tế mở ra một kênh huy động vốn mới nh- ng cũng tiềm ẩn rất nhiều rủi ro, cần thận trọng nghiên cứu và chuẩn bị các yếu tố cần thiết cho việc lập kế hoạch phát hành trái phiếu nhằm đạt hiệu quả cao.

Xuất phát từ nguyên nhân này, tác giả đã chọn đề tài:

“Phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam - Thực trạng và giải pháp”

2. M^oc ti^au nghi^an c^ou:

Nhằm h- ớng đến việc tìm ra những giải pháp hoàn thiện cho quá trình phát hành trái phiếu Việt Nam ra thị tr- ờng vốn n- ớc ngoài trên cơ sở xem xét, phân tích, đánh giá những thành tựu bên cạnh những tồn tại, nguyên nhân trong lần phát hành đầu tiên trái phiếu quốc tế của Chính phủ vào tháng 10/2005. Đây là vấn đề trung tâm mà đề tài muốn giải quyết để phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam.

3. S^ei t- i^ong nghi^an c^ou v^u Ph^om vi nghi^an c^ou:

Đ^oi t- ợng nghiên cứu của đề tài là các vấn đề cơ bản nhất về trái phiếu quốc tế liên quan đến thực trạng phát hành trái phiếu Chính phủ của Việt Nam và quá trình chuẩn bị đề án phát hành trái phiếu Công ty ra thị tr- ờng quốc tế.

Phạm vi nghiên cứu: Từ lý thuyết cơ bản của một trái phiếu quốc tế kết hợp tình hình thực tế đang diễn ra trên thế giới và Việt Nam. Căn cứ trên các số liệu trong quá khứ đến thời điểm hiện tại, từ phạm vi toàn thế giới đến phạm vi riêng có của Việt Nam trong quá trình phát hành trái phiếu quốc tế. Tuy nhiên do một số yếu tố khách quan, nên số liệu thu thập đ- ợc về tình hình trái phiếu quốc tế trên phạm vi thế giới chỉ dừng lại ở mức tổng quát, không đi vào cụ thể phân tích đánh giá từng thị tr- ờng trái phiếu quốc tế hiện đang tồn tại và phát triển trên thế giới.

4. Ph- ơng ph- ả nghi^an c^ou:

Chủ yếu dựa trên các lý luận cơ bản, kết hợp với ph- ơng pháp thống kê các dữ kiện thực tế biến động qua thời gian của tình hình phát hành trái phiếu quốc tế trên toàn cầu và kết quả đạt đ- ợc trong lần phát hành đầu tiên trái phiếu Chính phủ của Việt Nam. Tiến hành phân tích, so sánh những vấn đề còn tồn tại nhằm tìm ra giải pháp phát triển cho trái phiếu quốc tế của Việt Nam.

5. K^ot qu- ả c^on- ả t^ui:

Đã tổng hợp t-ơng đối số liệu của hoạt động thị tr-ờng quốc tế thế giới trong thời gian qua, và những số liệu liên quan đến trái phiếu quốc tế của Việt Nam trong lần phát hành đầu tiên.

Đ- a ra đ- ợc các giải pháp chủ yếu để phát triển trái phiếu quốc tế của Việt Nam nói chung và cho từng chủ thể phát hành riêng biệt: Chính phủ, công ty.

6. Néi dung nghi^an cøu:

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận văn tập trung vào 3 ch- ơng:

Ch- ơng 1: Trình bày những vấn đề cơ bản của một trái phiếu, đồng thời những đặc tr- ng riêng của trái phiếu quốc tế. Bên cạnh đó, cũng nêu ra ý nghĩa chiến l- ợc khác ngoài ý nghĩa phát hành trái phiếu quốc tế nhằm mục đích huy động vốn từ bài học kinh nghiệm của Trung Quốc.

Ch- ơng 2: Tìm hiểu tình hình phát hành trái phiếu quốc tế trên thế giới. Đi vào thực trạng kinh tế Việt Nam, quá trình phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2005 vừa qua và giai đoạn chuẩn bị phát hành trái phiếu quốc tế của các Tổng công ty nhằm nêu lên những mặt thành công và tồn tại.

Ch- ơng 3: Căn cứ trên những phân tích ở ch- ơng 2 và những định h- ớng tài chính trong giai đoạn 2006-2010 nhằm đề xuất một số giải pháp:

- Phát triển phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam.
- Nâng cao chất l- ợng phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ.
- Đẩy mạnh triển khai và thúc đẩy phát hành trái phiếu quốc tế của doanh nghiệp.

Chương 1

Tổng quan về trái phiếu quốc tế

1.1 Tổng quan về trái phiếu

1.1.1 Khái niệm

Trái phiếu là giấy chứng nhận một khoản nợ của ng-ời vay tiền (tổ chức phát hành) đối với ng-ời cho vay (ng-ời sở hữu trái phiếu_trái chủ), cam kết một sự chi trả lợi tức và hoàn lại vốn gốc cho ng-ời sở hữu trái phiếu ở thời điểm đáo hạn.

Theo điều 6 của Luật chứng khoán số 70/2006/QH 11, thuật ngữ trái phiếu đ-ợc giải thích là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của ng-ời sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành.

1.1.2 Những đặc điểm cơ bản của trái phiếu

1.1.2.1 *Mệnh giá*

Mệnh giá là số tiền đ-ợc ghi trên bề mặt của trái phiếu, đại diện cho số tiền đ-ợc hoàn trả tại thời điểm đáo hạn.

Mệnh giá trái phiếu có thể do luật định, hoặc cũng có thể do tổ chức phát hành quy định. Tại Việt Nam, trái phiếu của các doanh nghiệp Nhà n-ớc, trái phiếu của Chính phủ sẽ do Nhà n-ớc quy định trên cơ sở Bộ Tài chính quyết định cho từng đợt phát hành trái phiếu.

$$\text{Mệnh giá trái phiếu} = \frac{\text{Số vốn huy động}}{\text{Số trái phiếu phát hành}} \quad (1.1)$$

1.1.2.2 *Thời hạn*

Thời hạn của trái phiếu là thời hạn đi vay của tổ chức phát hành đối với trái chủ và đ-ợc ghi rõ trên trái phiếu. Thời hạn trái phiếu có ảnh h-ởng trực tiếp đến giá trái phiếu trên thị tr-ờng, lợi tức và rủi ro trái phiếu.

1.1.2.3 *Lãi suất của trái phiếu*

- Lãi suất

Mỗi trái phiếu có ghi cam kết của tổ chức phát hành thanh toán cho ng-ời sở hữu trái phiếu một số tiền lãi cố định vào một ngày xác định. Số tiền lãi th-ờng

đ- ọc ghi theo tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá của trái phiếu, còn gọi là lãi suất danh nghĩa. Lãi suất đ- ọc tính toán theo năm, tuy nhiên có 2 ph- ơng thức thanh toán tiền lãi phổ biến: 6 tháng một lần ở thị tr- ờng Mỹ và Nhật, 1 năm một lần tại thị tr- ờng Châu Âu.

Tất cả trái phiếu đều có chu kỳ thanh toán lợi tức trái phiếu, ngoại trừ trái phiếu chiết khấu, ng- ời sở hữu loại trái phiếu này thu đ- ọc lợi tức do mua trái phiếu với giá thấp hơn mệnh giá.

Lãi suất của các trái phiếu rất khác nhau, đ- ọc quy định bởi các yếu tố:

- Cung cầu vốn trên thị tr- ờng. L- ượng cung cầu vốn tùy thuộc vào chu kỳ kinh tế, chính sách của ngân hàng trung - ơng, mức độ thâm hụt ngân sách của Chính phủ và ph- ơng thức tài trợ thâm hụt đó.
- Mức rủi ro của mỗi nhà phát hành và của từng đợt phát hành. Cấu trúc rủi ro của lãi suất sẽ quy định lãi suất của mỗi trái phiếu. Rủi ro càng lớn, lãi suất càng cao.
- Thời gian đáo hạn của trái phiếu. Nếu các trái phiếu có mức rủi ro nh- ều, nhìn chung thời gian đáo hạn càng dài thì lãi suất càng cao.

- Tỷ suất sinh lời

Lãi suất của trái phiếu không bao hàm hết khoản thu nhập mà một nhà đầu t- nhận đ- ọc sau một thời gian nhất định. Th- ớc đo chính xác cho khoản thu nhập này là tỷ lệ sinh lời của trái phiếu. Tổng mức sinh lời thu đ- ọc trên một tài sản trong một khoảng thời gian là tổng của thu nhập lãi thu đ- ọc từ tài sản trong khoảng thời gian đó và giá trị vốn gia tăng.

$$RR = \frac{C}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (1.2)$$

C: Tiền lãi trái phiếu

P_t : Giá trái phiếu tại thời điểm t

P_{t+1} : Giá trái phiếu tại thời điểm t+1

RR: Tỷ lệ sinh lời của trái phiếu

- Lợi suất của trái phiếu (Yield)

- *Lợi suất hiện hành (Current Yield)*

Là lợi tức thu đ- ọc từ một khoản đầu t- nhất định mà không xét đến yếu tố thời hạn của lãi suất thu đ- ọc.

➤ *Lợi suất đáo hạn (Yield to Maturity_YTM)*

Lợi suất đáo hạn là sự kết hợp tiền thanh toán lãi suất định kỳ và giá trị vốn gốc khi đến hạn, có tính toán cả giá trị thời gian của tiền.

1.1.2.4 Những quyền lợi nhất định của trái chủ

- Được hưởng lợi tức trái phiếu cố định, tuy tiền lãi trong đầu tư trái phiếu không cao so với cổ phiếu nhưng không phụ thuộc vào kết quả sản xuất kinh doanh của chủ thể phát hành.
- Được hoàn vốn đúng hạn hay trước hạn tùy thuộc vào sự thỏa thuận của hai bên, được thu hồi vốn gốc của trái phiếu ở thời điểm đáo hạn.
- Được quyền bán, chuyển nhượng, chuyển đổi, cầm cố.
- Trái phiếu là chứng khoán nợ, vì vậy nếu công ty bị giải thể hoặc phá sản thì trước hết công ty ưu tiên trả nợ cho các trái chủ trước, sau đó mới phân chia cho các cổ đông (nếu là trái phiếu công ty).
- Trái chủ gặp ít rủi ro, nhất là trong trường hợp trái phiếu là công trái thì gần như không có yếu tố rủi ro thanh toán trong điều kiện nền kinh tế bình thường, không có chiến tranh...

1.1.3 Phân loại trái phiếu

1.1.3.1 Theo phương thức trả lãi

- Trái phiếu Zero — coupon: là loại trái phiếu mà phương thức trả lãi không được thực hiện theo định kỳ.

➤ **Trái phiếu chiết khấu**

Là loại trái phiếu không trả lãi hàng năm nhưng được bán với giá thấp hơn mệnh giá trên cơ sở khấu trừ toàn bộ lãi ngay từ đầu kỳ và trái phiếu được hoàn trả theo mệnh giá khi đến hạn thanh toán.

➤ **Trái phiếu gộp**

Là loại trái phiếu được hoàn trả vốn và lãi một lần khi đáo hạn.

- Trái phiếu trả lãi

➤ **Trái phiếu có lãi suất ổn định (Straight bonds)**

Là loại trái phiếu mà tiền lãi được thanh toán theo một tỷ lệ cố định đã được ấn định khi phát hành, còn vốn gốc được thanh toán một lần tại thời điểm đáo hạn.

➤ Trái phiếu có lãi suất thả nổi (Floating Rate Bonds)

Là trái phiếu có lãi suất đ- ọc điều chỉnh định kỳ 3 tháng, 6 tháng hoặc 1 năm một lần, sao cho phù hợp với lãi suất trên thị tr- ờng.

Phát hành trái phiếu này có thể là một lợi điểm cho nhà phát hành trái phiếu trong thời kỳ lãi suất giảm do nhận đ- ọc mức chi phí vay hợp lý, và ng- ọc lại nhà phát hành trái phiếu cũng có thể phải chịu một lãi suất cao hơn trong suốt thời hạn của trái phiếu. Tuy nhiên, nhà đầu t- cũng nh- nhà phát hành khó có thể kiểm soát đ- ọc mức lãi suất t- ơng lai khi phát hành loại trái phiếu này.

1.1.3.2 Theo chủ thể phát hành

- Trái phiếu Chính phủ

Trái phiếu Chính phủ là chứng khoán nợ do Chính phủ hoặc chính quyền địa ph- ơng phát hành, nhằm mục đích bù đắp sự thiếu hụt ngân sách nhà n- ớc và cho đầu t- phát triển nh- tài trợ cho những dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, xây dựng các công trình phúc lợi công cộng của trung - ơng và địa ph- ơng.

Trái phiếu Chính phủ là loại chứng khoán không có rủi ro thanh toán và cũng là loại trái phiếu có tính thanh khoản cao trong điều kiện kinh tế bình th- ờng, không có chiến tranh... Do đó, lãi suất của trái phiếu Chính phủ đ- ọc xem là lãi suất chuẩn để làm căn cứ ấn định lãi suất của các công cụ nợ khác có cùng kỳ hạn.

Trái phiếu Chính phủ bao gồm nhiều loại, phong phú và đa dạng. Th- ờng có 3 loại: dài hạn (10 năm trở lên), trung hạn (từ 1 đến 9 năm) và ngắn hạn (loại 1 tháng, 3 tháng, 9 tháng). Các loại trái phiếu trung và dài hạn giao dịch trên thị tr- ờng chứng khoán, còn trái phiếu ngắn hạn giao dịch trên thị tr- ờng tiền tệ.

- Trái phiếu công ty

Là một công cụ vay nợ có kỳ hạn, có mệnh giá, có lãi, do các công ty phát hành để huy động vốn trung và dài hạn trên thị tr- ờng nhằm đầu t- mở rộng quy mô sản xuất và đổi mới thiết bị, công nghệ của công ty. Khi mua trái phiếu công ty, nhà đầu t- sẽ trở thành chủ nợ của công ty, không đ- ọc tham dự vào các quyết định của công ty.

1.1.3.3 Theo hình thức bảo đảm

- Trái phiếu tín chấp

Còn gọi là trái phiếu không bảo đảm: đây là trái phiếu phát hành chỉ dựa vào uy tín của chủ thể phát hành, thường là các công ty lớn có danh tiếng và uy tín phát hành.

- Trái phiếu thế chấp, cầm cố

Chứng khoán nợ được đảm bảo bằng tài sản cụ thể của chủ thể phát hành cho khả năng hoàn trả vốn và lãi, được gọi là trái phiếu thế chấp hoặc cầm cố, còn gọi là trái phiếu bảo đảm. Tài sản thế chấp có thể là bất động sản, các thiết bị, chứng khoán... Người nắm giữ trái phiếu này được bảo vệ ở một mức độ cao trong trường hợp công ty phá sản, vì họ có quyền đòi nợ đối với một tài sản cụ thể.

Trái phiếu thế chấp hoặc cầm cố có thể có hai loại:

- Trái phiếu đóng

Công ty không được phát hành bất kỳ một loại chứng khoán bổ sung nào đối với những tài sản đã được thế chấp.

- Trái phiếu mở

Cho phép phát hành chứng khoán bổ sung đối với tài sản đã được thế chấp theo tỷ lệ quy định. Chính vì lý do đó, trái phiếu thế chấp mở thường có lãi suất cao hơn trái phiếu thế chấp đóng.

- Trái phiếu bảo lãnh

Là loại trái phiếu được đảm bảo khả năng thanh toán vốn và lãi bởi một người bảo lãnh, thường là ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm hay các công ty chứng khoán. Nếu sự bảo lãnh được thực hiện bởi nhiều người bảo lãnh thì trái phiếu bảo lãnh còn gọi là trái phiếu liên đới.

1.2 Khái quát về trái phiếu quốc tế

1.2.1 Khái niệm

Trái phiếu quốc tế là trái phiếu do Chính phủ, chính quyền địa phương, các tổ chức kinh tế của một quốc gia phát hành trên thị trường vốn quốc tế, nhằm huy động vốn của các nhà đầu tư trên thế giới.

Ngoài những đặc điểm chung của một trái phiếu thông thường, trái phiếu quốc tế còn có một số đặc trưng riêng.

1.2.2 Đặc tr- ng của trái phiếu quốc tế

1.2.2.1 Đơn vị tiền tệ

Việc phát hành trái phiếu quốc tế là quá trình vay vốn có liên quan trực tiếp đến rủi ro tỷ giá. Nếu trong suốt thời kỳ vay vốn, tỷ giá của ngoại tệ chọn làm đơn vị tiền tệ cho trái phiếu quốc tế liên tục tăng giá so với đồng nội tệ thì đây là vấn đề quan trọng trong việc thẩm định chi phí vay vốn. Để có thể giảm thiểu chi phí vay vốn từ rủi ro tỷ giá, có thể:

- Dự đoán tỷ giá đồng tiền chọn làm đơn vị tiền tệ khi phát hành trái phiếu qua từng thời kỳ thanh toán cho nhà đầu t-. Sau đó xác định số tiền của đồng nội tệ cần để thanh toán theo các tỷ giá đã dự đoán. Ph- ơng pháp này dễ dàng đ- a đến quyết định sai lầm do việc - ớc l- ợng điểm chính xác của tỷ giá rất khó.

Đơn vị tiền tệ của trái phiếu quốc tế phổ biến hiện nay là đồng USD, vì có thể l- u chuyển trong bất kỳ quốc gia nào.

- Do thời hạn trái phiếu th- ờng quá dài để lựa chọn ra một loại ngoại tệ duy nhất, có thể lựa chọn phát hành trái phiếu quốc tế với một danh mục các ngoại tệ khác nhau. Một danh mục các ngoại tệ đa dạng hóa có thể giảm thiểu rủi ro hối đoái.

- Một ph- ơng thức khác là không cần quan tâm đến tỷ giá: phát hành trái phiếu chỉ cần lựa chọn đơn vị tiền tệ là ngoại tệ t- ơng ứng với dòng thu ngoại tệ trong t- ơng lai. Tuy nhiên, khó có thể kết hợp một cách hoàn hảo thời hạn và số tiền phải chi ra bằng ngoại tệ của trái phiếu và số tiền thu vào bằng ngoại tệ đó. Nh- ng dù sao, mục đích của ph- ơng thức này nhằm cân bằng tỷ giá hối đoái hơn là giảm thiểu rủi ro do dùng dòng ngoại tệ thu vào, có ảnh h- ớng nhiều đến vấn đề cung cầu ngoại hối của quốc gia.

1.2.2.2 Các chủ thể tham gia phát hành trái phiếu quốc tế

- Nhà phát hành

Bao gồm Chính phủ, chính quyền địa ph- ơng, các tổ chức kinh tế, các tổ chức tài chính quốc tế.

- Nhà quản lý, nhà bảo lãnh

Là các công ty chứng khoán hay các ngân hàng đầu t- quốc tế. Nhà quản lý chính đồng thời là nhà bảo lãnh chính thực hiện việc t- vấn, thảo luận với nhà phát hành về thời hạn, lãi suất trái phiếu, giá phát hành, thị tr- ờng phát hành, số l- ợng phát hành, ngân hàng thanh toán, cố vấn pháp lý...

Nhà bảo lãnh phát hành có thể đứng ra nhận mua toàn bộ khối l- ợng trái phiếu phát hành hoặc phối hợp với một số ngân hàng, công ty chứng khoán cùng bao tiêu khối l- ợng phát hành.

- Cố vấn pháp lý

Các luật s- trong n- ớc hoặc quốc tế với nhiệm vụ t- vấn pháp lý: soạn thảo văn bản hợp đồng, kiểm tra, giám sát việc chấp hành luật pháp, kiến nghị xử lý vi phạm hợp đồng... liên quan đến vấn đề phát hành trái phiếu quốc tế, nhằm đảm bảo quyền lợi của nhà phát hành cũng nh- các nhà đầu t- quốc tế.

- Đại lý tài chính và thanh toán

Là các ngân hàng lớn có uy tín, đ- ợc chỉ định thay thế nhà phát hành thực hiện công việc thanh toán các khoản chi phí phát sinh trong quá trình phát hành, thanh toán lãi và nợ gốc của trái phiếu cho nhà đầu t- ...

- Các nhà đầu t-

Bao gồm các hiệp hội, các quỹ bảo hiểm xã hội, quỹ l- ợng, các công ty đầu t- , các nhà đầu t- cá nhân...

1.2.3 Các yếu tố ảnh h- ưởng đến giá trái phiếu quốc tế

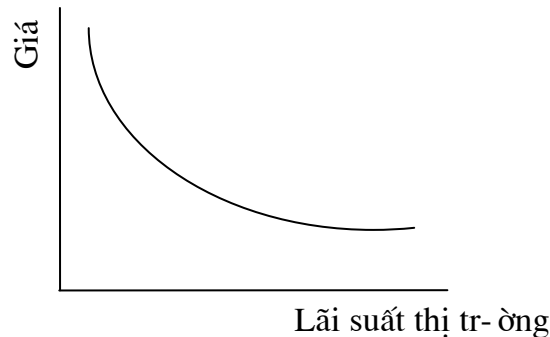
1.2.3.1 Lãi suất thị tr- ờng

Lãi suất thị tr- ờng là mức lãi suất mà thị tr- ờng đòi hỏi đối với một khoản vay cụ thể, tùy thuộc vào thời điểm vay và thời hạn vay. Ng- ời ta th- ờng coi lãi suất vay tín dụng dài hạn là lãi suất thị tr- ờng.

Lãi suất trên thị tr- ờng tài chính quốc tế luôn biến động, đ- ợc quyết định theo thị tr- ờng quốc tế, phản ánh mức chi phí vốn thực tế so với các n- ớc khác.

Giá của trái phiếu thay đổi tỷ lệ nghịch với sự thay đổi của lãi suất thị tr- ờng. Do giá của trái phiếu là giá trị hiện tại của dòng tiền. Khi lãi suất thị tr- ờng tăng, thì giá trái phiếu sẽ giảm. Ng- ợc lại, khi lãi suất thị tr- ờng giảm, thì giá trị hiện tại của dòng tiền mặt tăng đồng nghĩa với việc giá trái phiếu tăng.

Nh- vậy, quan hệ giữa giá trái phiếu và lãi suất thị tr- ờng không phải là đ- ờng thẳng.



Đồ thị 1.1: Quan hệ lãi suất thị tr- ờng và giá trái phiếu

Quan hệ giữa lãi suất thị tr- ờng, lãi suất trái phiếu và giá trái phiếu:

- Khi lãi suất trên thị tr- ờng bằng lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu bằng mệnh giá.
- Khi lãi suất trên thị tr- ờng thấp hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ cao hơn mệnh giá.
- Ng- ợc lại, khi lãi suất trên thị tr- ờng cao hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá.

Sự tác động của lãi suất lên giá của hai trái phiếu khác kỳ hạn

Trái phiếu có thời hạn càng dài thì sự tác động của lãi suất lên giá trái phiếu hiện tại càng lớn. Nghĩa là, độ nhạy cảm của giá trái phiếu dài hạn lớn hơn đối với trái phiếu ngắn hạn.

1.2.3.2 Lạm phát

Nếu lạm phát dự kiến tăng làm cho lãi suất thị tr- ờng th- ờng tăng cao theo. Và khi đó giá trái phiếu sẽ xuống thấp đối với trái phiếu có lãi suất cố định. Còn đối với trái phiếu có lãi suất thả nổi thì yếu tố lạm phát sẽ có ảnh h- ưởng nh- ng có phần hạn chế do lãi suất trái phiếu đ- ợc điều chỉnh sao cho phù hợp với lãi suất thị tr- ờng.

Ng- ợc lại với sự tác động của lạm phát lên giá trái phiếu là sự tác động của giảm phát. Trong thời gian giảm phát xảy ra, lãi suất thị tr- ờng sẽ giảm xuống. Đối với trái phiếu có lãi suất cố định, chủ thể phát hành trái phiếu phải chịu một khoản chi phí vay khá lớn. Nếu trái phiếu có lãi suất thả nổi thì sẽ hạn chế bớt đ- ợc sự

khác biệt giữa lãi suất trái phiếu và lãi suất thị trường, tuy nhiên sự điều chỉnh của lãi suất trái phiếu ít khi bằng đúng với lãi suất thị trường.

Có thể xem xét dòng tiền trong mối quan hệ vay- trả d- ối tác động của lạm phát nh- sau:

$$PV = C_1 \frac{(1+t)}{1+i} + C_2 \frac{(1+t)^2}{(1+i)^2} + \dots + C_n \frac{(1+t)^n}{(1+i)^n} + F \frac{(1+t)^n}{(1+i)^n} \quad (1.3)$$

PV: hiện giá của dòng tiền.

C_i : các khoản lợi tức định kỳ, giả sử khoản lợi tức này không bằng nhau giữa các kỳ do có sự điều chỉnh lãi suất trái phiếu.

F: mệnh giá trái phiếu.

i : lãi suất chiết khấu của thị trường.

t : tỷ lệ lạm phát.

Nh- vậy, tác động của lạm phát và lãi suất nghịch chiều nhau lên dòng tiền hàng năm (giá bán trái phiếu tại thời điểm hiện tại). Vì vậy, các khoản lợi tức định kỳ thường đ- ọc điều chỉnh qua các kỳ thông qua việc điều chỉnh trái phiếu giúp rút ngắn sự cách biệt giữa lãi suất thị trường và lãi suất trái phiếu.

1.2.3.3 Tỷ giá hối đoái

Đây là yếu tố đặc tr- ng chỉ ảnh h- ưởng đến trái phiếu có đơn vị tiền tệ là đồng ngoại tệ. Giả sử, trên thị trường đồng đô la Mỹ có giá trị cao hơn đồng bảng Anh, điều này sẽ làm gia tăng giá trị của các loại trái phiếu đ- ọc thanh toán bằng đồng đô la Mỹ.

1.2.3.4 Mối quan hệ giữa hệ số tín nhiệm và phát hành trái phiếu quốc tế

- Hệ số tín nhiệm của chủ thể phát hành

- Khái niệm

Hệ số tín nhiệm là thang điểm đ- ọc dùng trong việc đánh giá khả năng sẵn sàng của ng- ời đi vay về việc hoàn trả đúng hạn gốc và lãi của một khoản nợ, ở đây là trái phiếu quốc tế. Hệ số này là kết quả phân tích đánh giá của các nhà chuyên môn.

Hệ số tín nhiệm đ- ọc xây dựng trên các yếu tố chủ yếu:

- Môi trường kinh tế, phản ánh thông qua các chỉ tiêu thể hiện tình trạng nền kinh tế: tốc độ tăng trưởng, nguồn lực tài chính bên trong của nền kinh tế, tình hình quản lý nợ, chính sách dự trữ và quản lý ngoại hối...

- Sự ổn định của môi trường chính trị.

- Môi trường xã hội.

Thang điểm đánh giá được sắp xếp từ mức độ tín nhiệm cao đến thấp và có sự khác nhau trong ký hiệu giữa các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm. Hạng AAA hay Aaa là mức cao nhất tương ứng cho quốc gia có độ rủi ro cực thấp. Mức BBB hay Ba3 là mức thấp nhất của giới hạn đầu tư an toàn. Bắt đầu từ BB hay Ba ta có mức rủi ro suy đoán. Và mức Ca, C, DDD, DD, D đại diện cho mức có độ rủi ro cao.¹

➤ Vai trò của hệ số tín nhiệm

Đối với trái phiếu quốc tế thì hệ số tín nhiệm là thước đo độ an toàn trong việc hưởng lợi từ trái phiếu của trái chủ, giúp cho nhà đầu tư nắm được những thông tin cần thiết để đánh giá mức độ rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường, rủi ro lãi suất, rủi ro thanh khoản, rủi ro hệ thống của cả nền kinh tế.

Hệ số tín nhiệm tốt đồng nghĩa với chi phí vay nợ từ trái phiếu sẽ thấp hơn do việc trả lãi suất thấp đối với khoản vay từ trái phiếu. Bởi vì lãi suất trái phiếu nếu có tính tới yếu tố rủi ro thì bao gồm hai yếu tố: lãi suất cơ bản và phần thưởng bù đắp.

- *Lãi suất cơ bản trái phiếu (basic interest rate)*: là lãi suất cho vay liên ngân hàng Châu Âu (LIBOR), hoặc lãi suất liên ngân hàng khu vực Đông Nam Á (SIBOR), ít được sử dụng; hoặc cũng có thể là lãi suất cơ bản của trái phiếu Bộ Tài chính Mỹ (US Treasury). Một số quốc gia còn sử dụng lãi suất trung bình của các loại trái phiếu trong thị trường trái phiếu quốc gia làm chuẩn.

- *Tỷ lệ bù (premium spread rate)*: ứng với từng mức độ rủi ro có một hệ số bù hay phần thưởng cho rủi ro (premium rate) tương ứng. Nếu tồn tại một mức độ rủi ro quá lớn thì phần thưởng này sẽ phải cộng vào một độ bù rất lớn (premium spread), và theo đó lãi suất cho khoản tài trợ từ trái phiếu sẽ rất lớn. Tỷ lệ phần bù càng lớn khi hệ số tín nhiệm của quốc gia càng thấp.

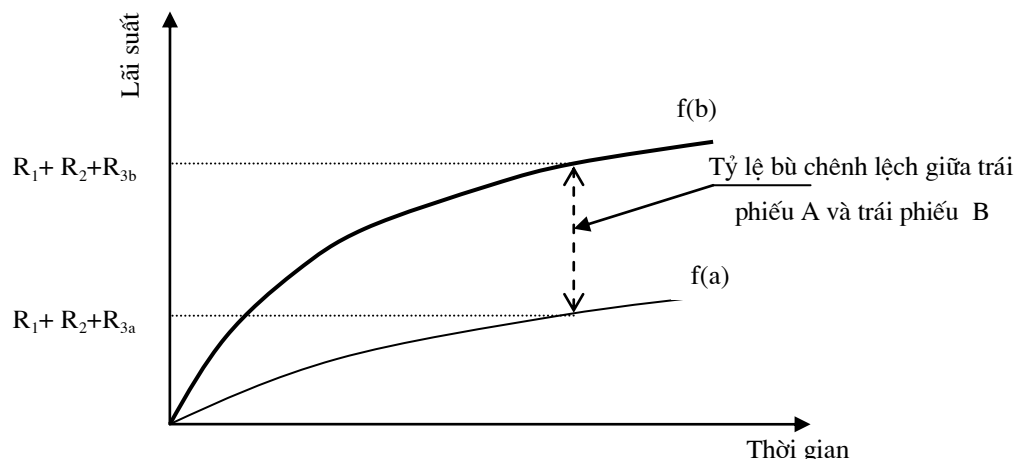
- Hệ số tín nhiệm và thời hạn trái phiếu

¹ Phụ lục 1: “Thang điểm mức tín nhiệm đối với các khoản vay vốn dài hạn”

Do hệ số tín nhiệm quyết định tỷ lệ bù trong định giá trái phiếu, ảnh hưởng đến chi phí tài trợ theo thời gian, vì vậy hệ số tín nhiệm chi phối thời hạn trái phiếu. Ta có tỷ lệ bù không chỉ phụ thuộc vào hệ số tín nhiệm mà còn bị chi phối bởi thời gian đáo hạn của trái phiếu. Hệ số tín nhiệm của chủ thể phát hành thấp thì mức rủi ro của trái phiếu càng lớn. Khi đầu tư vào trái phiếu có mức rủi ro cao, nhà đầu tư hy vọng tìm được một phần thưởng thỏa đáng trong tương lai nhằm bù đắp lại tổn thất hiện tại, vì vậy mức độ rủi ro này trong tương lai cần phải được bù đắp bằng một tỷ lệ tăng nhanh hơn so với trái phiếu có độ rủi ro thấp.

Giả sử, có hai trái phiếu quốc tế của hai quốc gia có mức hệ số tín nhiệm tương ứng là Aaa (trái phiếu A) và Baa (trái phiếu B). Gọi R_1 là lãi suất thực, R_2 là lạm phát, R_3 là tỷ lệ bù cho rủi ro.

Như vậy, trái phiếu A có lãi suất là $R_1+R_2+R_{3a}$, và lãi suất trái phiếu B là $R_1+R_2+R_{3b}$. Do hệ số tín nhiệm của trái phiếu A lớn hơn trái phiếu B nên $R_{3a} < R_{3b} \Rightarrow$ lãi suất của trái phiếu A thấp hơn lãi suất trái phiếu B $\Leftrightarrow R_1+R_2+R_{3a} < R_1+R_2+R_{3b}$. Sau một năm, mức sinh lời của trái phiếu B $[(R_1+R_2+R_{3b})^2-1] > [(R_1+R_2+R_{3a})^2-1]$ là mức sinh lời của trái phiếu A, và cứ như vậy tốc độ tăng của phần bù của trái phiếu B nhanh hơn trái phiếu A cho các năm tiếp theo.



Đồ thị 1.2: Mối quan hệ giữa thời gian đáo hạn trái phiếu với phần bù tăng theo thời gian

1.2.4 Định giá trái phiếu quốc tế

Là việc lựa chọn giá hợp lý mà theo đó tổ chức phát hành phải chịu một chi phí sử dụng vốn trong suốt thời đoạn sống của trái phiếu. Do có rất nhiều yếu tố khác nhau thuộc tầm tổng thể tác động đến thị trường trái phiếu quốc tế, nên chúng ta không thể xét hết tất cả các yếu tố tác động đến giá trái phiếu. Yếu tố chính chi phối đến việc xác định giá trái phiếu quốc tế là hệ số tín nhiệm của tổ chức phát hành, lãi suất thực của thị trường và tỷ lệ lạm phát. Trong đó, yếu tố lãi suất thực của thị trường và tỷ lệ lạm phát chi phối đến sự sinh lời của trái phiếu để định giá trái phiếu.

Có hai cách xác định giá trái phiếu:

Cách thứ nhất: Xác định theo một loại trái phiếu được nhiều giới đầu tư biết đến và có mức giá chung nhất. Các quốc gia khu vực Đông Nam Á thường phát hành trái phiếu lấy giá trái phiếu kho bạc của Mỹ (US Treasury) làm cơ sở để xác định giá phát hành trái phiếu của mình. Vì vậy, trái phiếu loại này thường khi định giá chỉ hiểu đơn giản: giá trái phiếu là phần chênh lệch so với giá US Treasury có cùng kỳ hạn trả cho phần rủi ro dự đoán tương ứng với mức tín nhiệm.

Ví dụ: Một trái phiếu chiết khấu A, thời hạn 5 năm, được phát hành với giá bán là 92,5 USD, căn cứ vào giá US Treasury có cùng kỳ hạn có giá 93,2 USD. Giá trị đến hạn là 100 USD. Chênh lệch 0,7 USD ($93,2^{\text{USD}} - 92,5^{\text{USD}} = 0,7^{\text{USD}}$) là mức sai lệch giá đại diện cho phần bù tương ứng hệ số tín nhiệm.

$$\text{Lãi suất tối hạn của US Treasury là: } \frac{100}{93,2} - 1 = 7,296\%$$

$$\text{Lãi suất tối hạn của trái phiếu zero-coupon A: } \frac{100}{92,5} - 1 = 8,108\%$$

$$\text{Độ lệch lãi suất là: } 8,108\% - 7,296\% = 0,812\% = 81,2 \text{ điểm}$$

Như vậy, trái phiếu A được định giá ở mức giá 81,2 điểm trên US Treasury có cùng kỳ hạn.

Cách thứ hai: Xác định theo cơ sở phân tích trạng thái của thị trường vốn nội địa và thị trường vốn quốc tế. Tuy nhiên, cách thứ hai rất phức tạp, các nước đang phát triển (có thị trường vốn chưa phát triển) thường chỉ áp dụng phương pháp thứ nhất.

1.2.5 Xác định chi phí vay (lãi suất thực của trái phiếu)

Việc xác định lãi suất thực của trái phiếu giúp tổ chức phát hành nhận dạng đ-ợc chi phí thực sự của việc sử dụng vốn vay. Từ đó, tổ chức phát hành có kế hoạch sử dụng vốn vay phù hợp hơn, tạo điều kiện thuận lợi cho việc trả nợ về sau.

Ví dụ: Một quốc gia phát hành một l-ợng trái phiếu có tổng mệnh giá là \$500 triệu ra thị tr-ờng quốc tế, có kỳ hạn là 5 năm. Căn cứ lãi suất của US Treasury kỳ hạn 5 năm là 4,44%/năm làm lãi suất căn bản. Phần bù cho mức rủi ro trái phiếu t-ơng ứng với hệ số tín nhiệm trong quan hệ vay nợ là 2,5%. Ph-ơng thức trả nợ theo chuỗi đều gộp chung cả gốc và lãi. Vậy, lãi và vốn gốc đ-ợc trả bằng bao nhiêu? Lãi suất thực của vốn vay?

Lãi suất mà tổ chức phát hành trả cho nhà đầu t- : $4,44\% + 2,5\% = 6,94\%/năm$
Gọi a là lãi và vốn gốc đ-ợc trả hàng năm.

$$500 \text{ triệu USD} = a * \left[\frac{1 - (1 + 6,94\%)^{-5}}{6,94\%} \right]$$

$$\Rightarrow a = 121.749.504 \text{ USD}$$

Do có phát sinh chi phí khi phát hành trái phiếu, vì vậy phải trừ khoản này vào nguồn thu khi phát hành trái phiếu. Chi phí này giả sử chiếm 1,5% tổng mệnh giá phát hành. Ta có ph-ơng trình tính lãi suất thực:

$$500.000.000 * (1 - 1,5\%) = 121.749.504 * \frac{1 - (1 + i)^{-5}}{i}$$

$$\Rightarrow \frac{1 - (1 + i)^{-5}}{i} = 4,045191$$

$$\Rightarrow i = 7,512\%$$

Bằng ph-ơng pháp nội suy, ta xác định đ-ợc mức lãi suất thực của trái phiếu i là 7,512%.

Nh- vậy, do phải chịu một khoản chi phí trong quá trình phát hành trái phiếu nên mức lãi suất thực 7,512% mà tổ chức phát hành phải gánh chịu cao hơn mức lãi suất 6,94% trả cho nhà đầu t- . Để đảm bảo cho việc trả nợ trái phiếu về sau, thì tổ chức phát hành phải chịu một chi phí sử dụng vốn là 7,512%/năm thay vì chỉ là 6,94%/năm.

Chính vì vậy, để việc sử dụng vốn vay bằng hình thức phát hành trái phiếu có hiệu quả thì chi phí sử dụng vốn ít nhất phải bằng 7,512%/năm.

1.2.6 Thị trường trái phiếu quốc tế

Thị trường vốn ngày nay không còn bị đóng khung trong phạm vi một quốc gia mà phát triển mạnh mẽ với xu hướng toàn cầu. Một trong các hình thức huy động vốn trên thị trường vốn quốc tế phổ biến hiện nay là phát hành trái phiếu quốc tế.

Thị trường trái phiếu quốc tế là thị trường giao dịch các khoản vốn thông qua việc mua bán các chứng khoán nợ diễn ra trên bình diện quốc tế. Thị trường trái phiếu quốc tế hiện nay bao gồm:

1.2.6.1 Thị trường trái phiếu Châu Âu (Eurobonds market)

Là thị trường bao gồm những trái phiếu được phát hành bởi các chính phủ, các tổ chức tài chính, công ty bằng đồng tiền khác với đồng tiền tại nước phát hành. Ví dụ: trái phiếu bằng đồng Yên Nhật phát hành tại Mỹ.

Khối lượng trái phiếu Châu Âu phát hành vào khoảng 100-1.000 triệu USD, chủ yếu là thị trường vốn trung hạn, có kỳ hạn dưới 6 năm. Các chủ thể tham gia phát hành trên thị trường này là các tổ chức có hệ số tín nhiệm cao (hệ số AAA, AA chiếm gần 80% tổng số các đợt phát hành).

Trái phiếu Châu Âu được phát hành với lãi suất cố định, hoặc lãi suất thả nổi (tuy mới được áp dụng gần đây nhưng ngày càng được ưa chuộng). Có nhiều loại tiền khác nhau được chọn làm đồng tiền định danh cho trái phiếu như: đô la Mỹ, bảng Anh, yên Nhật...trong đó doanh số đô la Mỹ là lớn nhất.

Việc phát hành trái phiếu được tiến hành cùng lúc ở nhiều trung tâm tài chính thông qua các nhóm ngân hàng bảo lãnh đa quốc gia và được tổ chức đầu tư quốc tế mua, tổ chức này có tầm hoạt động vượt ra khỏi biên giới của các quốc gia phát hành.

Đây là thị trường trái phiếu quốc tế tồn tại tương đối lâu và phát triển nhanh chóng ngay từ khi hình thành (vào giữa những năm 1960). Bên cạnh đó, trên thế giới cũng tồn tại một số thị trường trái phiếu quốc tế lớn.

1.2.6.2 Thị trường trái phiếu toàn cầu (Global bonds market)

Là thị trường gồm những trái phiếu tương tự trong thị trường trái phiếu Châu Âu, tuy nhiên trái phiếu này vẫn có thể được thanh toán bằng đồng tiền của quốc gia nơi nó được phát hành. Ví dụ: trái phiếu bằng đồng Yên được phát hành ở Nhật và nhiều quốc gia khác thông qua thị trường trái phiếu Châu Âu.

Quá trình phát hành trái phiếu được thực hiện cùng một lúc trên nhiều thị trường tài chính. Là thị trường có khối lượng trái phiếu phát hành rất lớn có thể lên đến 3 tỷ USD.

Đặc điểm của trái phiếu: có kỳ hạn dài (trên 10 năm), lãi suất thấp và khả năng chuyển đổi trên thị trường thứ cấp cao. Chủ thể phát hành tham gia trên thị trường trái phiếu toàn cầu phải là các quốc gia, những tổ chức lớn có độ xếp hạng tín nhiệm cao.

1.2.6.3 Thị trường trái phiếu Mỹ

Bao gồm 2 thị trường:

- Thị trường công cộng (US Public Bond Market)

Đặc điểm của thị trường là kỳ hạn của trái phiếu tương đối dài 7-10 năm. Khối lượng phát hành có thể lên đến 500 triệu đô la, và đòi hỏi phải sử dụng đồng USD làm đồng tiền phát hành.

Phần lớn nhà đầu tư tham gia trên thị trường này có tính chuyên nghiệp, nhỏ hơn so với thị trường trái phiếu toàn cầu. Để có thể phát hành trái phiếu trên thị trường, đòi hỏi nhà phát hành phải được các tổ chức chuyên môn như Moody's và Standard & Poor xếp hạng độ tín nhiệm.

Khả năng thanh toán, chuyển đổi trên thị trường thứ cấp thấp hơn so với thị trường trái phiếu toàn cầu.

- Thị trường tư nhân (Private Bond Market)

Trái phiếu phát hành trên thị trường này không phải đăng ký với SEC. Người phát hành và một số nhà đầu tư lớn trực tiếp thỏa thuận lãi suất, khối lượng phát hành và kỳ hạn trái phiếu.

Điểm quan trọng của thị trường này là việc phát hành trái phiếu có thể không yêu cầu phải có xếp hạng tín nhiệm, có thể trả nợ dần, ngoài ra chi phí lập

các văn bản tương đối thấp. Tuy nhiên, chủ thể phát hành phải chấp nhận những điều kiện ràng buộc chặt chẽ hơn.

1.2.6.4 Thị trường trái phiếu Dragon Bonds

Từ những năm 90, với đà phát triển của thị trường trái phiếu trong khu vực Châu Á, thị trường trái phiếu Dragon Bonds ra đời. Đây là thị trường còn rất non trẻ nhưng năng động và có tốc độ phát triển rất cao. Đặc trưng của thị trường này là các trái phiếu phát hành thường có kỳ hạn ngắn hơn thị trường trái phiếu Châu Âu hay thị trường trái phiếu Mỹ, chỉ khoảng 5 năm trở lại; khối lượng trái phiếu cho một lần phát hành nhỏ, tối đa chỉ khoảng 500 triệu USD; đồng thời việc phát hành không đòi hỏi xếp hạng hệ số tín nhiệm, do mục đích chính nhằm nuôi dưỡng sức mạnh thị trường; khả năng chuyển đổi của trái phiếu trên thị trường thứ cấp thấp.

1.2.7 Hình thức phát hành trái phiếu quốc tế

Hiện có ba hình thức phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế:

- Chính phủ phát hành trái phiếu rồi lựa chọn doanh nghiệp đầu tư.
- Doanh nghiệp phát hành, chính phủ bảo lãnh.
- Doanh nghiệp tự phát hành.

Dù phát hành trái phiếu quốc tế trên thị trường nào, người phát hành là ai, việc phát hành đều phải theo một phương thức chung, gồm các giai đoạn sau:

• Giai đoạn chuẩn bị

Đây là giai đoạn dài nhất vì là giai đoạn thảo luận, đàm phán và chuẩn bị ban đầu.

➤ Lựa chọn nhà bảo lãnh chính, từ đó bên phát hành và bên bảo lãnh cùng nhau thảo luận về khối lượng trái phiếu cần phát hành, thời hạn, mục đích phát hành, các điều khoản, điều kiện liên quan... Đồng thời, hai bên phải lựa chọn cố vấn pháp lý cho mỗi bên. Với sự giúp đỡ của cố vấn pháp lý, tiến hành dự thảo bản thông cáo phát hành và các hồ sơ có liên quan khác. Sau đó, phía phát hành chính thức ký vào đề nghị phát hành, trong đó chính thức ủy quyền cho phía bảo lãnh đứng ra lo các thủ tục phát hành. Trong đề nghị phát hành không ghi thời hạn chót buộc phải phát hành, nhưng có thể đưa ra một thời hạn chung hướng dẫn việc phát hành.

- Tiếp cận thị trường và duy trì thị trường: nhà phát hành gặp gỡ, tiếp xúc với các nhà đầu tư quốc tế để quảng cáo và mời mua trái phiếu.
- Lập kế hoạch quản lý và sử dụng vốn.
- Ký kết các giấy tờ liên quan đến thủ tục phát hành.
 - Giai đoạn phát hành và kết thúc phát hành
- Ngày phát hành trái phiếu chính thức được đưa ra.
- Nhóm các nhà bảo lãnh phát hành chính thức được người phát hành chấp nhận.
- Đồng thời, các văn bản liên quan đến việc phát hành được hoàn thiện và chính thức được ký (thông tin chào bán, bản thỏa thuận về việc phân phối, bản thỏa thuận giữa các thành viên tham gia bảo lãnh, bản thỏa thuận về đại lý tài chính). Sau đó được gửi tới cơ quan niêm yết thuộc sở giao dịch chứng khoán nơi trái phiếu được niêm yết.
- Sau khi việc phát hành chính thức kết thúc, toàn bộ số tiền trái phiếu được chuyển cho người phát hành vào ngày kết thúc thông qua đại lý tài chính-thanh toán. Và cũng trong ngày này, các khoản chi phí và phí cũng được thanh toán.

1.2.8 Bài học kinh nghiệm phát hành trái phiếu quốc tế của Trung Quốc

1.2.8.1 Tình hình kinh tế Trung Quốc năm 2003

- Mậu dịch đối ngoại

Năm 2002: tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 620,8 tỷ USD, tăng 21,8%. Trong đó xuất khẩu đạt 325,6 tỷ USD, tăng 22,3%, nhập khẩu đạt 295,2 tỷ USD, tăng 21,2%; xuất siêu 22,55 tỷ USD.

Năm 2003: tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 851,2 tỷ USD, tăng 37,1%. Trong đó, xuất khẩu đạt 438,4 tỷ USD, tăng 34,6%; nhập khẩu đạt 412,8 tỷ USD, tăng 39,9%; xuất siêu 25,6 tỷ USD. Với mức thặng dư thương mại khoảng hơn 2 tỷ USD hàng tháng.

- Dự trữ ngoại tệ

Dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc rất lớn và đứng hàng đầu trên thế giới chỉ sau Nhật Bản. Dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc tăng từ 286 tỷ USD năm 2002 lên tới khoảng 365 tỷ USD năm 2003.

- Vay nợ n-ớc ngoài: Mức vay nợ của Trung Quốc d-ới 150 tỷ USD, thấp nhất trong vòng 20 năm qua.

- Mức đầu t- n-ớc ngoài trực tiếp vào Trung Quốc

Năm 2002: tổng kim ngạch ký kết đạt 82,8 tỷ USD, tăng 19,6% so với năm 2001; đầu t- thực tế đạt 52,7 tỷ USD, tăng 12,5%.

Năm 2003: cả n-ớc phê duyệt 41.081 xí nghiệp đầu t- trực tiếp n-ớc ngoài, với tổng kim ngạch ký kết đạt 115,1 tỷ USD, tăng 39% so với năm 2002; đầu t- thực tế đạt 53,5 tỷ USD, tăng 1,4%.

- Lãi suất cho vay trên thị tr-ờng nội địa ở mức thấp hơn rất nhiều (2%/năm) so với đi vay bằng trái phiếu quốc tế (4,75%/năm)

- Hệ thống ngân hàng trong n-ớc đang d- thừa rất nhiều ngoại tệ, khoảng 100 tỷ USD.

1.2.8.2 Lý do chiến l-ợc của đợt phát hành trái phiếu quốc tế năm 2003

Trung Quốc phát hành trái phiếu lần đầu tiên ra thị tr-ờng vốn quốc tế đã hơn 10 năm (năm 1994). Mục đích của các đợt phát hành tr-ớc đây là do yêu cầu cấp thiết về vốn cho nền kinh tế.

Vào ngày 22/10/2003, Trung Quốc phát hành trái phiếu quốc tế với tổng giá trị 1,5 tỷ USD bằng đồng đô la Mỹ và Euro. Với tình hình kinh tế trong giai đoạn này, theo một số chuyên gia kinh tế, Trung Quốc hoàn toàn không cần phát hành trái phiếu ra thị tr-ờng quốc tế để huy động vốn từ bên ngoài trong thời điểm hiện tại nếu chỉ đơn thuần giải quyết vấn đề vốn vì Trung Quốc đang trong tình trạng “quá d- thừa ngoại tệ trong nước”. Ngân hàng Trung ương Trung Quốc đã phải mua vào khoảng 60 tỷ USD chỉ riêng trong 6 tháng đầu năm 2003 và bỏ ra khoảng 240 tỷ Nhân dân tệ để điều hòa giữ ổn định tỷ giá đồng Nhân dân tệ.

Nh- vậy, đây là đợt phát hành nằm ngoài nhu cầu cần thiết về vốn. ý nghĩa chiến l-ợc của nó là:

- Xây dựng mức lãi suất cơ bản vay ngoại tệ th-ơng mại, tạo điều kiện cần thiết cho các công ty khác của Trung Quốc huy động vốn lớn trung và dài hạn trên thị tr-ờng tài chính quốc tế.

- Đa dạng hóa các nguồn vốn vay cũng nh- tìm kiếm các khả năng vay trên các thị tr-ờng tài chính khác nhau bằng đồng đô la Mỹ, Euro cũng nh- các ngoại tệ khác.

- Tạo cơ hội tiếp cận liên tục với những nhà đầu tư quốc tế nhằm khẳng định sự tham gia tích cực của Trung Quốc trên thị trường vốn quốc tế.

- Với mong muốn giới thiệu với các nhà đầu tư quốc tế những thành quả kinh tế đạt được của Trung Quốc như: tăng trưởng GDP trên 8% hàng năm, tham gia tích cực nền kinh tế toàn cầu thông qua WTO và tiếp tục tiến trình đổi mới kinh tế...

1.2.8.3 Ph- ơng thức phát hành trái phiếu quốc tế

- Chính phủ Trung Quốc phát hành trái phiếu quốc tế có tổng trị giá là 1,5 tỷ USD bằng đồng USD và Euro. Bao gồm 1 tỷ USD trái phiếu bằng đồng USD thời hạn 5 năm, và 500 triệu USD trái phiếu bằng đồng Euro thời hạn 10 năm.

- Đối tượng nhà đầu tư mua trái phiếu Chính phủ trong lần phát hành này gồm: ngân hàng (52%), các quỹ đầu tư (23%), nhà đầu tư cá nhân (15%), ngân hàng trung ương các nước (8%), các công ty bảo hiểm (2%) tại Châu Âu, Châu Á, và Trung Cận Đông.

- Mức đánh giá hệ số tín nhiệm trái phiếu Chính phủ này của Moody's là A2, của Fitch là A- và của Standard & Poor's là BBB.

1.2.8.4 Kết quả phát hành trái phiếu quốc tế

- Tận dụng cơ hội lãi suất chính phủ Mỹ ở mức thấp nhất trong lịch sử. Lãi suất trái phiếu được phát hành 4,75% đối với trái phiếu bằng USD và 3,75% đối với trái phiếu bằng đồng Euro.

- Số lượng đặt mua của các nhà đầu tư quốc tế đối với trái phiếu Chính phủ Trung Quốc trên 3 tỷ USD. Cao gấp 2 lần so với tổng giá trị 1,5 tỷ USD mà Chính phủ Trung Quốc phát hành.

- Các nhà đầu tư quốc tế hoan nghênh và đánh giá cao tầm nhìn chiến lược, sự tham gia thị trường xuyên của Trung Quốc trên thị trường vốn quốc tế thông qua đợt phát hành trái phiếu Chính phủ này.

- Thành công của việc phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ Trung Quốc khẳng định thêm niềm tin của các nhà đầu tư quốc tế vào sự ổn định của nền kinh tế Trung Quốc.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Những vấn đề mang tính cơ sở lý luận như khái niệm, đặc điểm, phân loại... liên quan đến trái phiếu cũng như những đặc trưng riêng có, các yếu tố ảnh hưởng, phương thức phát hành... về trái phiếu quốc tế phần nào đã đi ra cách nhìn tổng quát về đối tượng nghiên cứu _trái phiếu quốc tế. Bên cạnh đó, bài học kinh nghiệm từ Trung Quốc giúp cho ta hiểu thêm về phát hành trái phiếu quốc tế ngoài ý nghĩa huy động nguồn vốn đầu tư nước ngoài, còn mang một số ý nghĩa chiến lược khác trong thời kỳ nền kinh tế toàn cầu: khẳng định sự tham gia tích cực của một quốc gia đang phát triển vào thị trường vốn quốc tế, và đây cũng là cách giới thiệu thành quả kinh tế cho các nhà đầu tư thế giới.

Phát hành trái phiếu quốc tế là một đề án cũng được Việt Nam quan tâm, nghiên cứu từ năm 1994. Tuy nhiên, để có thể thực thi đề án này Việt Nam đã phải mất một thời gian khá dài, sau khi đã hội đủ các điều kiện nội lực kinh tế, thuận lợi từ các yếu tố bên ngoài... Năm 2005, Việt Nam đã phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường nước ngoài. Tuy đây là lần phát hành đầu tiên nhưng đã đem lại kết quả ngoài sự mong đợi, tạo được tiếng vang trên thị trường vốn quốc tế, được sự quan tâm lớn từ các nhà đầu tư Châu Âu, Châu Á, và Châu Mỹ. Tất cả những vấn đề này sẽ được đề cập và trình bày tại chương 2 “Thực trạng phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam”.

Chương 2

Thực trạng phát triển thị trường trái phiếu quốc tế của Việt Nam

2.1 Tình hình kinh tế thế giới và thị trường trái phiếu quốc tế

2.1.1 Tình hình kinh tế thế giới

2.1.1.1 Tốc độ phát triển kinh tế toàn cầu

Theo các quan sát viên kinh tế, các dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trên toàn cầu bắt đầu từ cuối năm 2000, chủ yếu là do kinh tế Mỹ. Đến năm 2002, nền kinh tế thế giới vẫn chưa thoát khỏi cuộc suy thoái do Mỹ, Nhật Bản và Châu Âu vẫn gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên các nền kinh tế có xu hướng gần gũi nhau hơn, nỗ lực thúc đẩy thương mại và đầu tư, báo hiệu một giai đoạn tăng trưởng mới của các nền kinh tế thế giới. Bắt đầu từ năm 2004, năm mà kinh tế thế giới đạt tốc độ tăng trưởng xấp xỉ 5%, mức cao nhất kể từ khi nhân loại bắt đầu thiên niên kỷ mới.

Năm 2005 theo Quỹ tiền tệ quốc tế IMF, kinh tế thế giới đã đạt tốc độ tăng trưởng 4,3%; mặc dù thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng năm 2004 nhưng mức tăng trưởng này đã cao hơn so với dự báo 3,9%. Tuy nhiên, sự phục hồi phát triển kinh tế ở các quốc gia khu vực rất khác nhau, tạo ra một bức tranh tăng trưởng “không cân bằng”.

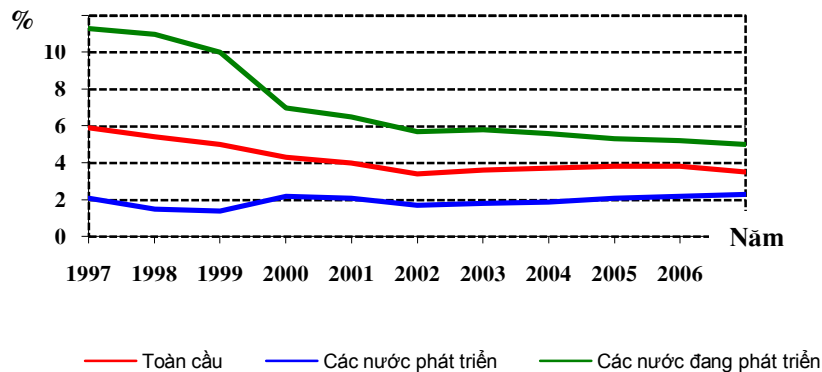
Gần đây, trong báo cáo về triển vọng kinh tế toàn cầu đưa ra ngày 14/9/2006 của IMF, nền kinh tế toàn cầu sẽ tăng trưởng với tốc độ 5,1% trong năm nay và 4,9% trong năm tới. Các mức dự báo mới này cao hơn 0,2% so với các mức dự báo mà IMF đưa ra hồi tháng 4. Các nền kinh tế lớn khác trên thế giới như khu vực EU, Trung Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ được nâng mức dự báo tăng trưởng nhưng lại hạ mức dự báo tăng trưởng đối với nền kinh tế Mỹ. Tuy nhiên, các mối rủi ro (giá dầu thô, mất cân đối trong thương mại và đầu tư toàn cầu được thể hiện qua mức thâm hụt thương mại kỷ lục của Mỹ và thặng dư của khu vực Châu Á) vẫn gia tăng và có thể khiến mức tăng trưởng của nền kinh tế thế giới giảm xuống mức 3,25% hoặc thậm chí thấp hơn vào năm tới.

2.1.1.2 Lạm phát

Tại Mỹ d- ới sự điều chỉnh lãi suất của Cục dự trữ liên bang Mỹ_FED và sự suy giảm kinh tế, năm 2001 tốc độ lạm phát rút xuống còn 2,8%; khu vực các quốc gia Châu Âu và Nhật Bản cũng xảy ra tình hình lạm phát ở mức thấp, giảm phát lan rộng khắp thế giới.

Với chính sách tiền tệ nới lỏng trên toàn cầu, lãi suất trung bình ở các n- ớc phát triển ở mức thấp nhất trong lịch sử, tăng tr- ởng kinh tế nhanh và sự gia tăng của giá dầu, tình hình lạm phát trên toàn thế giới đã tăng nhanh hơn dự đoán năm 2004. Năm 2005 và những tháng đầu năm 2006, kinh tế tăng tr- ởng tốt, nh- ng tình hình lạm phát gia tăng liên tục v- ợt quá mục tiêu đề ra, theo dự báo lạm phát cơ bản tuy sẽ tăng nhẹ nh- ng vẫn ổn định trong vòng hai ba năm tới; đa số ngân hàng Trung - ơng các n- ớc đ- ọc dự báo sẽ kiểm soát tốt lạm phát.

Biểu đồ 2.1: Tình hình lạm phát trên thế giới



Nguồn: World Economic Outlook Database _IMF

2.1.1.3 Diễn biến đồng đô la Mỹ trên thế giới

Phần lớn các giao dịch ngoại th- ơng trên thế giới đ- ọc thực hiện bằng đồng đô la Mỹ. Thêm vào đó, lý do cũng không kém phần quan trọng là các thị tr- ờng vốn của Mỹ đã mang lại cho các nhà đầu t- toàn cầu cơ hội để đầu t- vào các tài sản đ- ọc định giá bằng đồng đô la Mỹ. Trong những năm gần đây, đồng đô la Mỹ biến động liên tục do chịu sự tác động của tình hình tăng tr- ởng nền kinh tế Mỹ đã tác động không nhỏ đến tình hình kinh tế các quốc gia trên thế giới:

- Năm 2004, tại thị tr- ờng Châu , , đô la Mỹ đã mất giá 7,1% so với đồng Euro và 4,3% so với đồng Yên Nhật, khiến chính phủ các n- ớc trong khu vực hết sức lo ngại. Tuy nhiên, tình hình này cũng đã mang lại nhiều lợi ích cho các nền

kinh tế đang nổi lên cũng như một số nền kinh tế khác ở Châu Á, thông qua việc làm tăng khả năng thanh toán các khoản nợ.

- Trước sang năm 2005, tuy có những lúc đô la Mỹ giảm giá so với các ngoại tệ khác và so với Euro, nhưng hầu hết các thời điểm trong năm đô la Mỹ tăng giá so với hầu hết các ngoại tệ mạnh, bất chấp sự gia tăng thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai cũng như của tỷ lệ lạm phát. So với ngày 15/11/2004 vào thời điểm cuối năm 2005, đô la Mỹ đã tăng 11,7% so với Euro và 11,8% so với Yên Nhật.

Trước tình hình cán cân thương mại Mỹ thâm hụt nặng nề, sự phát triển chậm lại của kinh tế Mỹ và khả năng FED cắt giảm lãi suất để duy trì sự tăng trưởng kinh tế ... đồng đô la Mỹ lại giảm giá so với các đồng tiền chủ chốt trong các phiên giao dịch gần đây. Theo các chuyên gia, nhu cầu và giá đồng đô la Mỹ sẽ giảm mạnh vào cuối năm 2006 và trong năm 2007.

Biểu đồ 2.2: Tỷ giá EUR/USD trong giai đoạn 1/2002-

10/2006



2.1.1.4 Lãi suất trái phiếu

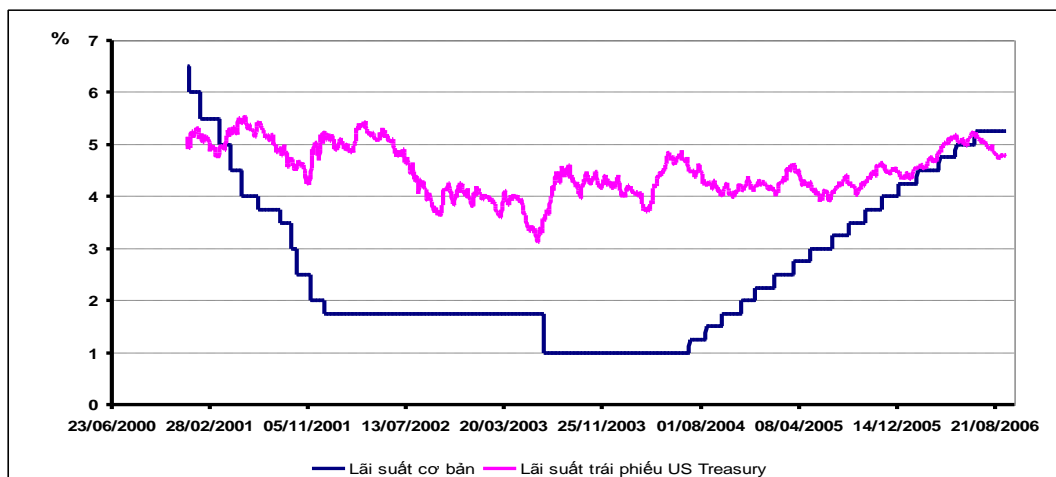
Trước tình hình suy thoái của nền kinh tế Mỹ, FED đã liên tục giảm lãi suất trong giai đoạn từ năm 2001 đến tháng 5/2004, đạt mức thấp nhất là 1% vào năm 2003. Đến cuối năm 2004, tình hình kinh tế sáng sủa trở lại, lãi suất tăng lên đạt 2,25%. Trước sang năm 2005 trước nguy cơ lạm phát cao, FED thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ thông qua chiến dịch tăng lãi suất (17 lần trong 2 năm) và hiện giữ lãi suất cơ bản ở mức 5,25%.

Đặc điểm cơ bản là thị trường trái phiếu rất nhạy cảm với diễn biến lãi suất, lãi suất trên thị trường của các loại trái phiếu đều thay đổi, lãi suất trái phiếu kho

bạc Mỹ thời hạn 10 năm vào cuối năm 2004 là 4,47% tăng lên 4,561% vào tháng 10/2005. Sang đến đầu tháng 1/2006 là 4,39%, tháng 4/2006 đạt 5,09% và đến thời điểm 29/9/2006 là 4,64%. Mặc dù vậy lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ vẫn không biến động mạnh.

Việc FED ngừng tăng lãi suất liên tục trong 3 tháng đã làm gia tăng l- ợng phát hành của thị tr- ờng trái phiếu mới nổi, làm giảm mức chênh lệch lợi suất của các trái phiếu này so với trái phiếu kho bạc Mỹ. Theo báo cáo của J.P.Morgan, mức lợi suất trung bình mà nhà đầu t- yêu cầu khi nắm giữ trái phiếu của các quốc gia đang phát triển hiện nay giảm đi khoảng 2 điểm, t- ơng đ- ơng 0,02%; nh- vậy lãi suất của các trái phiếu này chỉ còn cao hơn 1,83% so với mức chuẩn_ trái phiếu kho bạc Mỹ.

Biểu đồ 2.3: Lãi suất cơ bản - Lãi suất trái phiếu US Treasury



2.1.2 Tình hình trái phiếu quốc tế trên thế giới

Nguồn: Reuter, www.ustreas.gov

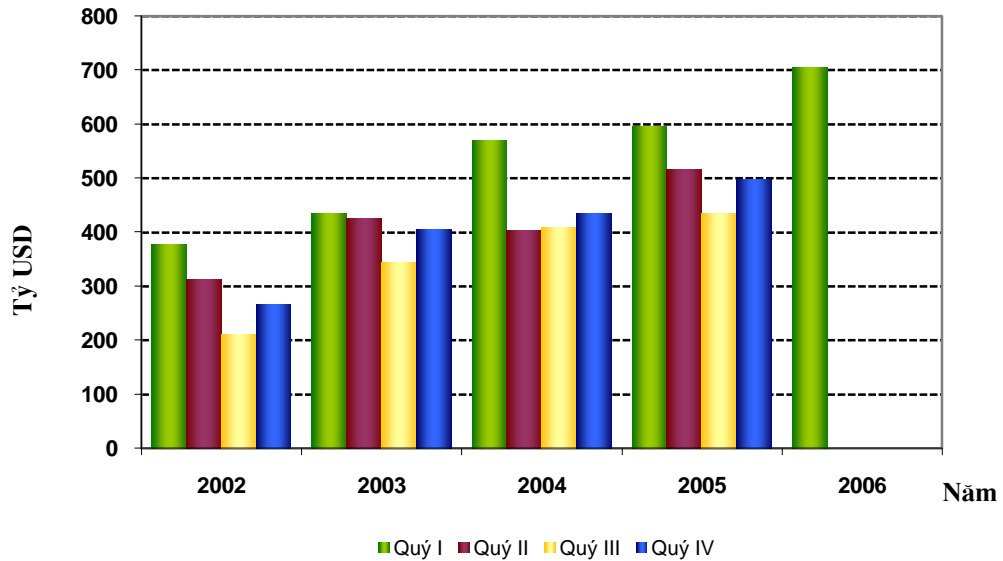
2.1.2.1 Toàn cảnh tình hình trái phiếu quốc tế trên thế giới

Dấu hiệu suy thoái của nền kinh tế thế giới đã tiếp tục ảnh h- ờng đến tổng giá trị phát hành trái phiếu quốc tế trên toàn cầu, với mức 1.105,6 tỷ USD vào năm 1999 đã giảm còn 1.085,2 tỷ USD năm 2001. Trong đó nhóm trái phiếu phát hành có hệ số tín nhiệm AAA đã giảm 42%, nhóm trái phiếu thuộc các mức hệ số tín nhiệm thấp hơn đã sụt giảm khoảng 63%.

B- ớc sang quý 1/2002 tình hình có vẻ khả quan hơn nhiều, tuy nhiên số l- ợng phát hành lại suy giảm trong các quý tiếp theo nh- ng nhìn chung cả năm 2002 khối l- ợng trái phiếu đã tăng nhẹ, đạt 1.164,7 tỷ USD. Năm 2003, 6 tháng đầu năm

tăng mạnh nâng tổng số phát hành lên 1.608,6 tỷ USD. Vào 2 năm tiếp theo tốc độ tăng chậm lại khoảng 10%/năm, chủ yếu do sụt giảm nhiều vào các tháng cuối năm. Tuy nhiên trong báo cáo vào tháng 6/2006, số l-ợng phát hành trong quý I tăng 18% so với cùng kỳ năm tr-ớc chủ yếu do số l-ợng phát hành của các công ty Mỹ.

Biểu đồ 2.4: Tổng giá trị phát hành trái phiếu quốc tế trên thế giới



Nguồn: BIS Quarterly Review 2001-Sep/2006

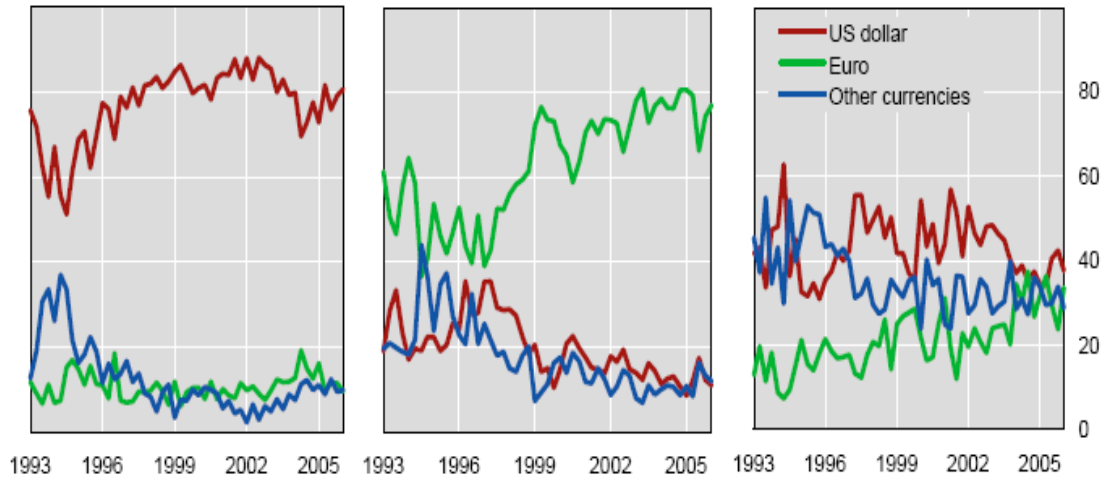
Đơn vị tiền tệ định danh trái phiếu quốc tế tập trung chủ yếu vào ba đồng tiền chính là đô la Mỹ, Euro, và Yên Nhật. Gần đây đồng đô la Mỹ có nhiều biến động, tuy nhiên khối l-ợng trái phiếu quốc tế phát hành bằng đồng đô la Mỹ vẫn gia tăng nhẹ ở khu vực Mỹ từ 79% lên 81%, chủ yếu do chi phí phát hành bằng Euro. Tuy nhiên, hầu hết các quốc gia khác có xu h-ớng ng-ợc lại. Số l-ợng trái phiếu quốc tế phát hành bằng đồng đô la Mỹ rớt nhẹ, từ 38% xuống còn 37%; thay vào đó sự gia tăng số l-ợng trái phiếu phát hành bằng đồng Euro, tăng từ 43% lên tới 46%. Tỷ trọng đồng Yên Nhật tiếp tục giảm chỉ còn 2%, mức thấp nhất từ tr-ớc tới nay.

Biểu đồ 2.5: Các loại tiền tệ định danh trái phiếu quốc tế

Mỹ

Các n-ớc Châu Âu

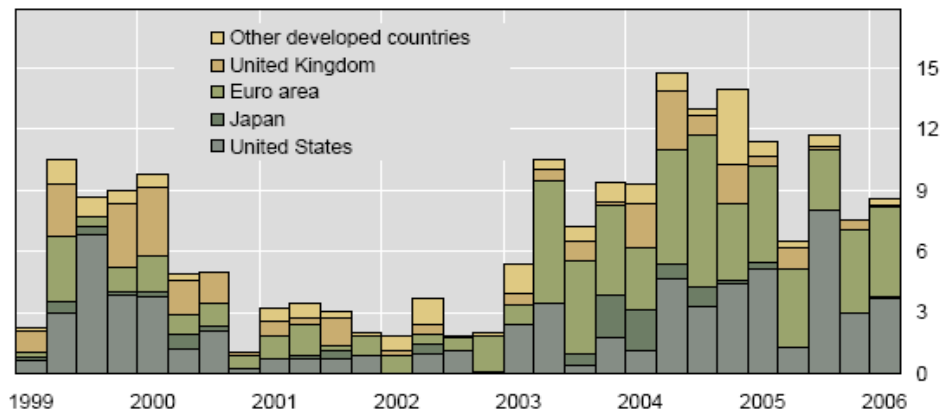
Các quốc gia khác



Gần đây, số l- ợng phát hành trái phiếu có hệ số tín nhiệm BB+ hoặc thấp hơn gia tăng mạnh từ năm 2004. Thể hiện trên thị tr- ờng ngày càng nhiều nhà đầu t- chấp nhận chọn lựa những trái phiếu có nhiều rủi ro hơn, mang lại lợi suất cao; đã tạo ra cơ hội thuận lợi cho các chủ thể phát hành có mức tín nhiệm thấp mặc dù có sự suy giảm nhẹ trong năm 2005.

Biểu đồ 2.6: Khối l- ợng phát hành trái phiếu quốc tế có hệ số tín nhiệm trung bình – thấp

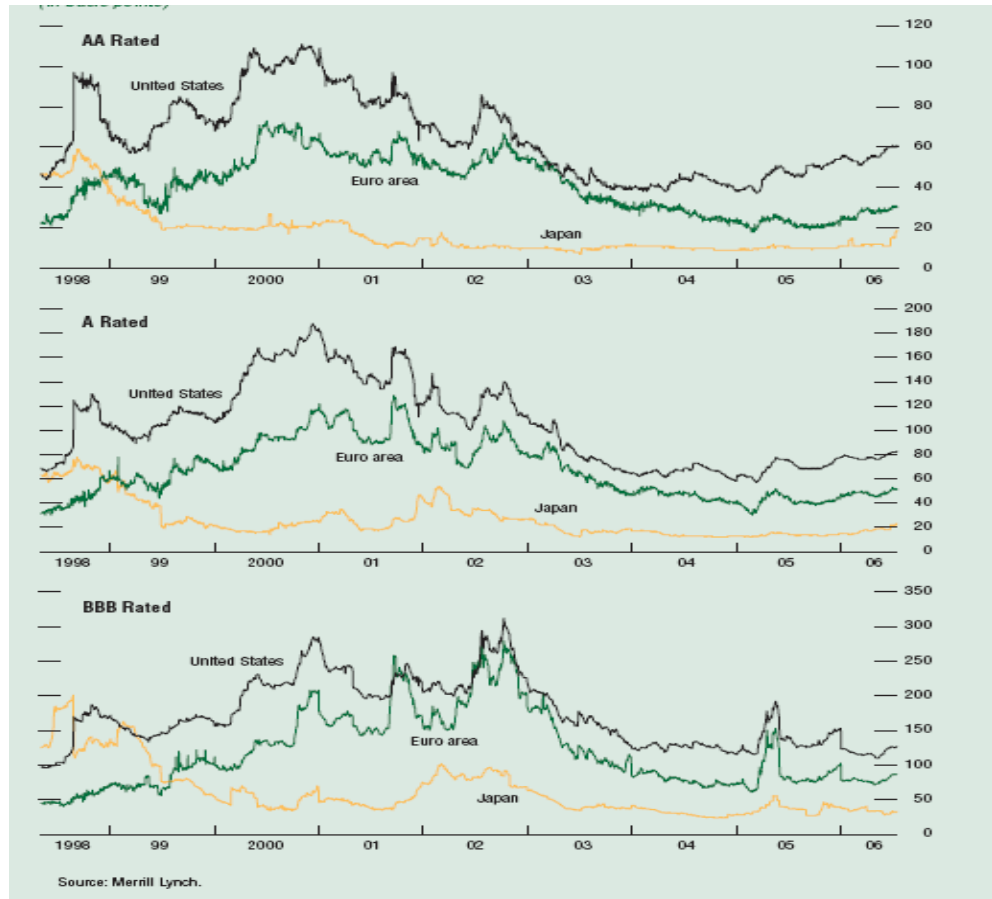
Đơn vị tính: tỷ USD



Ghi chú: trái phiếu trung bình và thấp là những trái phiếu có hệ số tín nhiệm BB+ hoặc thấp hơn

Nguồn: Dealogic, BIS Reviews 2005

Biểu đồ 2.7: Tình hình tỉ lệ bù của các loại trái phiếu công ty Mỹ, khu vực Châu Âu, và Nhật



Nguồn: Statistic Appendix của Quỹ tiền tệ thế giới IMF

Theo báo cáo của BIS vào tháng 12/2005 chủ thể phát hành tập trung nhiều nhất ở các nước công nghiệp phát triển (chiếm hơn 93%) trong đó trái phiếu do tổ chức tài chính (69,5%), công ty (17,8%), Chính phủ (12,01%) phát hành chiếm tỷ lệ cao. Trái phiếu có lãi suất cố định luôn có tỷ trọng dao động ở mức 60%, kể đó là loại trái phiếu có lãi suất thả nổi (30% năm 2001 tăng lên 37% năm 2005).

2.1.2.2 Phát hành trái phiếu quốc tế của một số quốc gia trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương

Có rất nhiều quốc gia phát hành trái phiếu ra thị trường bên ngoài lãnh thổ nước mình, bao gồm phát hành trái phiếu trên thị trường trái phiếu Châu Âu, thị trường trái phiếu nước ngoài.

L- ợng trái phiếu của các n- ớc do Chính phủ đứng ra phát hành chiếm phần lớn, chủ yếu tập trung vào thị tr- ờng trái phiếu Mỹ (trái phiếu Yankee); tuy vậy Philippines, gần đây là Trung Quốc và Malaysia chọn phát hành trái phiếu ra thị tr- ờng trái phiếu toàn cầu.

Bảng 2.1: Trái phiếu Chính phủ của các n- ớc trong khu vực

Issuer	Code	Coupon	Issued	Maturity	Rating	Price	YTM	Modified Duration
CHINA, PEOPLE'S REPUBLIC OF	CHG08	7.3	12/9/1998	12/15/2008	BBB	118.41	3.928	5.017
CHINA, PEOPLE'S REPUBLIC OF	CHU06	7.75	7/1/1996	7/5/2006	BBB	115.52	3.327	3.266
CHINA, PEOPLE'S REPUBLIC OF	CHU04	6.5	2/2/1994	2/17/2004	BBB+	105.43	2.472	1.319
FEDERATION OF MALAYSIA	MYG09	8.75	5/27/1999	6/1/2009	BBB-	123	4.692	5.116
KOREA, REPUBLIC OF	KOG08	8.875	4/7/1998	4/15/2008	A-	124.14	3.978	4.385
PHILIPPINES, REPUBLIC OF	PHU24	9.5	10/14/1999	10/21/2024	BB+	108.8	8.602	9.286
PHILIPPINES, REPUBLIC OF	PHG19	9.875	1/6/1999	1/15/2019	BB+	99.25	9.965	7.834
PHILIPPINES, REPUBLIC OF	PHG08	8.875	4/2/1998	4/15/2008	BB+	105.3	7.681	4.197
THAILAND, KINGDOM OF	THU07	7.75	4/10/1997	4/15/2007	BBB-	115.46	3.994	3.772

Trong mã số Code: (G) ký hiệu cho loại trái phiếu phát hành trên thị tr- ờng trái phiếu toàn cầu

(U) ký hiệu cho loại trái phiếu phát hành trên thị tr- ờng Mỹ (trái phiếu Yankee)

Nguồn: Reuters Fixed Income Database

Theo báo cáo số liệu của BIS, nhà đầu t- Mỹ gần đây đ- ợc xem là những nhà đầu t- nắm giữ nhiều trái phiếu quốc tế của các n- ớc trong khu vực Châu , -Thái Bình D- ơng nhất. Do đây là các trái phiếu thuộc thị tr- ờng trái phiếu mới nổi, có lãi suất cao hơn trái phiếu Chính phủ Mỹ.

Bảng 2.2: Số l- ợng trái phiếu quốc tế của các quốc gia trong khu vực Châu ,

Quốc gia phát hành	2001	2002	2003	2004	2005	2006: tính: tỷ USD	
						Quý I	Quý II
Trung Quốc	2,342	0,340	2,039	4,888	3,954	0,333	0,349
Hồng Kông	10,458	1,923	2,160	3,699	6,458	0,526	1,034
Indonesia	0,125	0,275	0,609	1,363	3,218	2,000	-
Hàn Quốc	7,756	9,071	11,880	17,129	11,427	3,928	4,055
Malaysia	2,150	1,280	1,124	1,414	2,303	1,200	-
Philippines	1,842	4,774	4,449	4,458	3,900	2,215	-
Singapore	8,664	0,826	4,534	4,627	3,203	0,351	1,635
Đài Loan	2,152	5,645	9,511	7,259	2,889	-	0,120
Thái Lan	0,278	0,480	0,300	1,400	2,242	0,270	0,200

Nguồn: IMF, Global Financial Stability Report July 2006

2.2 Thực trạng kinh tế Việt Nam

Nhìn chung, những cải cách kinh tế mạnh mẽ trong gần hai thập kỷ đổi mới vừa qua đã mang lại cho Việt Nam những thành quả b- ớc đầu rất đáng phấn khởi. Việt Nam đã tạo ra đ- ợc một môi tr- ờng kinh tế thị tr- ờng có tính cạnh tranh và năng động hơn bao giờ hết. Nền kinh tế hàng hóa nhiều thành phần đ- ợc khuyến khích phát triển, tạo nên tín hiệu quả trong việc huy động các nguồn lực xã hội phục vụ cho tăng tr- ởng kinh tế. Các quan hệ kinh tế đối ngoại đã trở nên thông thoáng hơn, thu hút đ- ợc ngày càng nhiều các nguồn vốn đầu t- trực tiếp n- ớc ngoài, mở rộng thị tr- ờng cho hàng hóa xuất khẩu và phát triển thêm một số lĩnh vực hoạt động tạo ra nguồn thu ngoại tệ ngày càng lớn nh- du lịch, xuất khẩu lao động, tiếp nhận kiều hối...

2.2.1 Tốc độ tăng tr- ởng kinh tế

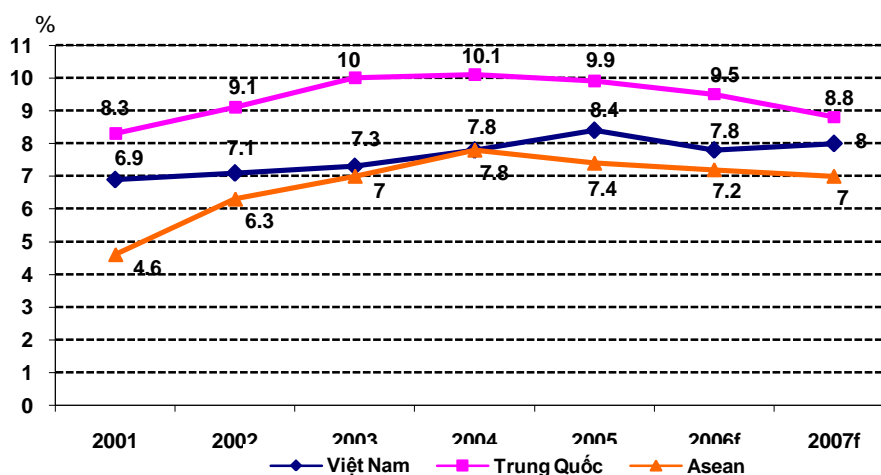
Trong 20 năm đổi mới, GDP của Việt Nam đã tăng lên liên tục. Nếu nh- trong giai đoạn đầu đổi mới (1986-1990), GDP chỉ tăng tr- ởng bình quân 3,9%/năm, thì trong 5 năm tiếp theo (1991-1995) đã nâng lên đạt mức tăng bình quân 8,2%. Trong giai đoạn 1996-2000 tốc độ tăng GDP của Việt Nam là 7,5%, thấp hơn nửa đầu thập niên 1990 do ảnh h- ờng của cuộc khủng hoảng tài chính Châu .

Năm 2001, trong bối cảnh toàn cầu suy thoái, Việt Nam cũng không nằm ngoài tác động này, tuy nhiên với mức tăng tr- ởng 6,9% vẫn là con số t- ơng đối cao so với các n- ớc trong khu vực.

Trong 3 năm tiếp theo (2002-2004), tốc độ tăng tr- ởng Việt Nam liên tục tăng trên mức 7%. Sang năm 2005, năm mà Việt Nam đạt mức tăng tr- ởng cao nhất (8,4%) trong vòng 5 năm của thiên niên kỷ mới, nhờ vào đầu t- nhân và nhu cầu trong n- ớc tăng mạnh. Theo nhận định của Ngân hàng Phát triển Châu , động lực thúc đẩy phát triển chủ yếu bắt nguồn từ quá trình chuyển đổi ổn định sang cơ chế thị tr- ờng và sự tham gia nhiều hơn vào thị tr- ờng thế giới. Những yếu tố này có thể tiếp tục góp phần vào quá trình cải cách và tốc độ phát triển cao hơn trong t- ơng lai.

Vừa qua, trong Báo cáo Triển vọng phát triển Châu Á năm 2006, nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng khá cao là 7,8% trong năm 2006 và 8,0% trong năm 2007 nhờ đầu tư nhân và nhu cầu trong nước tăng mạnh.

Biểu đồ 2.8: Tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, Trung Quốc và các nước Asean giai đoạn 2001-2005



2.2.2 Cán cân thanh toán- Dự trữ ngoại hối

Nguồn: Ngân hàng Phát triển Châu Á - ADB

- Hiện nay, mức nợ của Việt Nam vào khoảng 31-32% GDP, trong khi đó, tiêu chí đánh giá của World Bank là ngưỡng 50% GDP mới ở mức nguy hiểm. Chính sách vay nợ của chúng ta từ trước đến nay vẫn rất thận trọng, nhất là trong Nghị định 134 vừa qua của Chính phủ về “Quy chế vay và trả nợ vay nước ngoài” đã quy định: khi đi vay thì tiêu chí hiệu quả là đầu tiên, không vay thương mại đối với những dự án không có khả năng hoàn trả trực tiếp, không vay ngắn hạn cho những mục tiêu dài hạn, công tác thẩm định đối với các dự án đi vay cũng được làm chặt chẽ.

- Cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam về tổng thể đã được củng cố. Năm 2005, Ngân hàng Nhà nước công bố cán cân thanh toán quốc tế đạt thặng dư kỷ lục: 1,9 tỷ đô la Mỹ, gấp hơn 2 lần năm trước. Tuy nhiên, gần 2/5 con số đó có được từ việc phát hành trái phiếu quốc tế hồi tháng 11 trị giá 750 triệu đô la Mỹ. Nguyên nhân do luồng vốn vào lớn hơn mức thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai nên cán cân thanh toán tổng thể thặng dư, do vậy dự trữ ngoại hối tăng lên.

- Tổng dự trữ ngoại tệ chính thức của Việt Nam cũng đã tăng từ 5,6 tỷ đô la Mỹ vào cuối năm 2003 lên 7,7 tỷ đô la Mỹ vào năm 2005, trong đó kim ngạch nhập khẩu trong khoảng 2,5 tháng. Sáu tháng đầu năm nay dự trữ ngoại tệ của chúng ta tăng 3,3 lần so với cuối năm 2005, hoạt động xuất khẩu tăng trưởng cao trong khi nhập khẩu giảm.

Những nghiên cứu mới nhất của Ngân hàng Thế giới cho thấy mức dự trữ ngoại hối an toàn của Việt Nam cần phải đạt từ 6 đến 12 tháng nhập khẩu. Mức dự trữ ngoại hối của Việt Nam như vậy vẫn còn thấp rất nhiều so với tiêu chuẩn chung về một mức dự trữ an toàn, tuy nhiên nó có ý nghĩa rất lớn vì lần đầu tiên Việt Nam có mức dự trữ ngoại tệ đủ mạnh để điều tiết thị trường trong nước.

Bảng 2.3: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam giai đoạn 2000-2005

Chỉ tiêu	Cán cân tài khoản vãng lai (% GDP)	Vay nợ nước ngoài (% GDP)	Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)
2000	1,6	39	2,8
2001	1,5	37,4	3,5
2002	-2,8	34	3,8
2003	-6,9	34	5,6
2004	-5,7	34	6,0
2005	-2,1	35,8	7,7

Nguồn: Tạp chí Phát triển kinh tế số 4/2005, Tổng cục Thống kê

2.2.3 Tỷ giá hối đoái

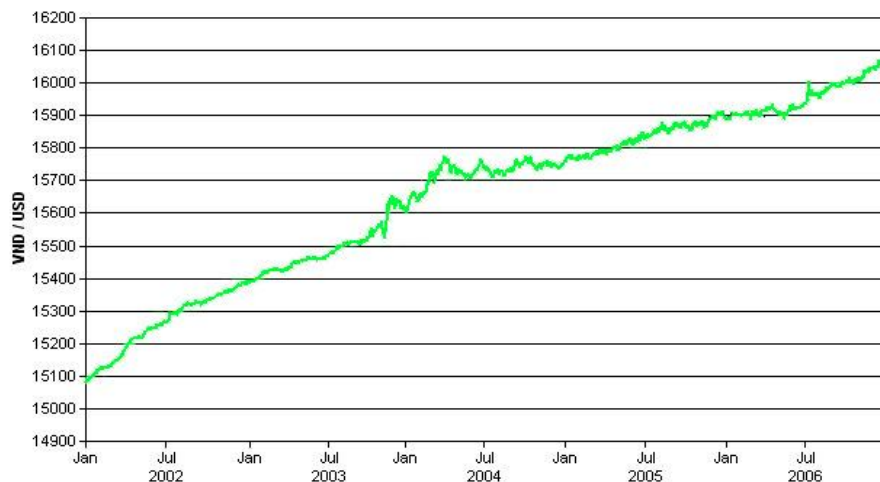
Tỷ giá VND/USD chỉ tăng nhẹ trong gần 10 năm gần đây, kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ trong khu vực xảy ra năm 1997-1998. Trong vòng 4 - 5 năm qua, lạm phát đã tăng khoảng 25%, trong khi tỷ giá hối đoái chỉ tăng khoảng 2,5%. Có thể thấy đồng tiền Việt Nam đã tăng giá vào khoảng 12,5 - 15% từ năm 2001.

Năm 2005, đồng Việt Nam có xu hướng mất giá so với đồng đô la Mỹ, theo Sở giao dịch Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam tại thời điểm 5/1/2005 và 21/12/2005 thì tỷ giá VND/USD có mức tăng là 0.73%. Trong 6 tháng đầu năm 2006, giá USD ổn định trong quý I/2006, tăng cao trong tháng 5, chủ yếu do ảnh hưởng của tăng giá dầu, giá vàng trên thị trường thế giới và tâm lý của một bộ

phần dân c-, giá USD cũng chỉ dao động mạnh trên thị tr- ờng tự do. Tại thời điểm cuối tháng 10, tỷ giá VND/USD cũng đã tiếp cận mức 16.090 VND; trên thị tr- ờng tự do cũng đã chính thức v- ợt 16.100 VND. Đây là kết quả của mức tăng khá đều của tỷ giá kể từ đầu năm, đặc biệt là từ đầu tháng 10 đến cuối năm 2006.

Nh- vậy với mức tăng trên, tỷ giá VND/USD trong năm nay dự báo sẽ tiếp tục ổn định t- ong đối nh- trong những năm gần đây. Với khoảng dao động quanh 1%, Ngân hàng Nhà n- ớc khẳng định là vẫn hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát và không gây tác động lớn đối với thị tr- ờng.

Biểu đồ 2.9: Tỷ giá VND/USD qua các năm 2002 - tháng 8/2006



2.3 Hệ số tín nhiệm của Việt Nam

Nguồn: Reuter

- Năm 2002, Việt Nam lần đầu tiên chính thức mời cả 3 công ty đánh giá hệ số tín nhiệm hàng đầu thế giới, bao gồm: Fitch, Standard & Poor's (S&P) và Moody's Investor Services vào Việt Nam để đánh giá hệ số tín nhiệm quốc gia trong thời gian qua. Ngân hàng đầu t- quốc tế Credit Suisse First Boston (CSFB) đã t- vấn cho Việt Nam trong quá trình làm việc với các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm.

- S&P đã quyết định dành cho Việt Nam hệ số tín nhiệm quốc gia đối với các khoản nợ dài hạn bằng ngoại tệ ở mức BB-. Kết quả hệ số tín nhiệm quốc gia này của S&P có ý nghĩa đặc biệt do đây là lần đầu tiên S&P đánh giá hệ số tín nhiệm quốc gia đối với Việt Nam. Việt Nam là quốc gia thứ 6 trong số các n- ớc ASEAN có hệ số tín nhiệm của S&P.

- Trước đó, Moody's đánh giá mức tín nhiệm của Việt Nam ở mức B1, và giữ mức hệ số tín nhiệm này liên tục trong suốt 4 năm (vào tháng 4/2001, Moody's chuyển mức triển vọng hệ số tín nhiệm B1 của Việt Nam từ B1 "tiêu cực" sang B1 "ổn định"). Như vậy, Moody's đánh giá mức tín nhiệm của Việt Nam thấp hơn một bậc so với hệ số tín nhiệm của S&P đưa ra.

- Còn về phân mức đánh giá hệ số tín nhiệm của Fitch vào tháng 11/2003, Việt Nam đang ở mức BB-.

- Tháng 7/2005, Moody's tuyên bố nâng hệ số tín nhiệm quốc gia lên một bậc, từ B1 lên Ba3. Đây là lần nâng bậc hệ số tín nhiệm đầu tiên của Moody's đối với Việt Nam trong vòng hơn 7 năm qua. Ngày 18/10/2005, S&P cũng đã nâng triển vọng hệ số tín nhiệm quốc gia đối với Việt Nam từ mức "ổn định" lên mức "tích cực".

- Ngày 7/9/2006 vừa qua, tổ chức S&P thông báo quyết định nâng mức hệ số tín nhiệm của Việt Nam thêm một mức, lên BB.

Bảng 2.4: Hệ số tín nhiệm các quốc gia khu vực ASEAN +3

Quốc gia	S&P			Moody's			Fitch		
	Hệ số	Mức độ	Thời gian	Hệ số	Mức độ	Thời gian	Hệ số	Mức độ	Thời gian
Trung Quốc	A	ổn định	07/2006	A2	tích cực	07/2006	A	ổn định	10/2005
Hồng Kông	AA	ổn định	07/2006	Aa3	tích cực	09/2006	AA-	tích cực	07/2006
Indonesia	BB+	ổn định	08/2006	B1	ổn định	08/2006	BB-	ổn định	02/2006
Nhật Bản	AA-	tích cực	05/2006	Aaa	tích cực	05/2006	AA	ổn định	07/2006
Hàn Quốc	A	ổn định	07/2005	A3	tích cực	04/2006	A+	ổn định	06/2006
Malaysia	A-	ổn định	09/2006	A3	ổn định	12/2004	A-	ổn định	11/2005
Philippines	BB-	ổn định	02/2006	B1	tiêu cực	02/2006	BB	ổn định	02/2006
Singapore	AAA	ổn định	08/2006	Aaa	ổn định	08/2006	AAA	ổn định	02/2006
Thái Lan	BBB+	ổn định	07/2006	Baa1	ổn định	11/2003	BBB+	tiêu cực	09/2005
Việt Nam	BB	ổn định	09/2006	Ba3	ổn định	07/2005	BB-	ổn định	11/2003

Nguồn: www.asianbondsonline.adb.org

Với kết quả đánh giá hệ số tín nhiệm của Việt Nam hiện nay nếu đem so với các quốc gia trong khu vực ASEAN +3 thì đây là một mức tương đối thấp. Tuy nhiên, có thể xem đây là một thành công quan trọng và là bằng chứng thể hiện quyết

tâm của Việt Nam trong quá trình đổi mới, mở cửa, tăng c- òng tính công khai minh bạch của nền kinh tế và hội nhập đầy đủ vào cộng đồng tài chính quốc tế. Đồng thời tiếp tục củng cố lòng tin cho các nhà đầu t- khi lựa chọn đầu t- vào Việt Nam.

2.4 Thực trạng phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam

2.4.1 Cơ sở pháp lý cho quá trình phát hành trái phiếu quốc tế

Sau khi ban hành các văn bản pháp luật liên quan đến việc phát hành và giao dịch các loại trái phiếu xuất hiện từ đầu thập niên 90 nh- :

- Các quy định về phát hành trái phiếu của công ty cổ phần trong Luật Công ty 1990.

- Chính phủ ban hành Nghị định số 120/CP tháng 09/1994 kèm theo quy chế tạm thời về phát hành trái phiếu của Doanh nghiệp Nhà n- ớc.

- Ngày 22/03/1995, Chính phủ đã ban hành Nghị định 23/CP về việc phát hành trái phiếu quốc tế. H- ớng dẫn việc phát hành trái phiếu huy động vốn n- ớc ngoài cho đầu t- sản xuất kinh doanh. Nội dung chủ yếu của nghị định:

- Trái phiếu quốc tế đ- ợc phân loại theo chủ thể phát hành bao gồm: trái phiếu Chính phủ, trái phiếu Ngân hàng th- ơng mại quốc doanh, trái phiếu doanh nghiệp nhà n- ớc.

- Điều kiện cần thiết để chủ thể có thể phát hành trái phiếu quốc tế.

- Trách nhiệm cụ thể của chủ thể phát hành trong việc thanh toán lãi và nợ gốc.

- Quy định sử dụng nguồn vốn vay từ phát hành trái phiếu quốc tế.

- Trách nhiệm và quyền hạn của Bộ Tài chính, ãy ban Kế hoạch Nhà n- ớc, cơ quan quản lý trực tiếp của DNNN, Ngân hàng Nhà n- ớc.

- Song song với nghị định trên, Thống đốc Ngân hàng Nhà n- ớc đ- a ra quyết định số 139/QĐ-NH1 ngày 18/05/1995 ban hành “Quy chế phát hành trái phiếu quốc tế của các Ngân hàng Th- ơng mại Quốc doanh”, căn cứ theo Pháp lệnh Ngân hàng Nhà n- ớc Việt Nam công bố theo Lệnh số 37/LCT-NĐNN8 ngày 24/5/1990 của Chủ tịch Hội đồng Nhà n- ớc, Nghị định 15/CP tháng 3/1993 của Chính phủ về quyền hạn và nhiệm vụ quản lý Nhà n- ớc Bộ và cơ quan ngang Bộ.

Nội dung quy chế ngoài những quy định chung loại trái phiếu phát hành, điều kiện phát hành, trách nhiệm thanh toán lãi và nợ gốc, quản lý sử dụng nguồn vốn huy động từ phát hành trái phiếu... cũng quy định cụ thể trình tự, thủ tục phát hành trái phiếu quốc tế.

- Nghị quyết 11/2005/NQ-CP ngày 4/10/2005, phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 9 năm 2005, sau khi nghe Bộ trưởng Bộ Tài chính báo cáo về việc phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường quốc tế với tổng trị giá 500 triệu USD, Chính phủ đã chấp thuận theo Quyết định số 914/2005/QĐ-TTg ngày 1/09/2005 của Thủ tướng Chính phủ.

- Ủy quyền cho Bộ trưởng Bộ Tài chính, hoặc người được Bộ trưởng Bộ Tài chính ủy quyền ký các văn bản pháp lý liên quan đến phát hành trái phiếu quốc tế với các điều khoản theo thông lệ quốc tế và quyết định mọi điều kiện, điều khoản của trái phiếu.

- Giao Bộ trưởng Bộ Tài chính phối hợp với các Bộ, ngành liên quan tổ chức thực hiện phát hành trái phiếu Chính phủ trong tháng 10/2005. Sau khi thực hiện xong việc phát hành trái phiếu quốc tế, Bộ Tài chính tổng kết kinh nghiệm và báo cáo Chính phủ.

- Cũng trong Nghị quyết số 11, Chính phủ cũng đồng ý việc vay vốn nước ngoài của chính quyền địa phương thực hiện theo phương án Chính phủ đứng ra vay và cho địa phương vay lại.

Ngoài những quy định pháp lý liên quan trực tiếp đến quá trình phát hành trái phiếu quốc tế, vẫn tồn tại một số nghị định có liên quan gián tiếp:

- Nghị định số 63/1998/NĐ-CP ngày 17/8/1998 của Chính phủ về quản lý ngoại hối. Theo chương I “Chuyển nguồn thu ngoại tệ về Việt Nam từ giao dịch vốn”: người cư trú là tổ chức có ngoại tệ thu được từ các giao dịch vốn ở nước ngoài như vốn góp, vốn vay nước ngoài, thu hồi vốn cho vay nước ngoài (kể cả hình thức phát hành trái phiếu quốc tế) phải chuyển toàn bộ về Việt Nam và gửi vào tài khoản ngoại tệ mở tại các Ngân hàng được phép theo đúng tiến độ và thời hạn đã được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt.

- Nghị định số 134/2005/NĐ-CP ngày 01/11/2005 thay thế Nghị định 90/1998/NĐ-CP ngày 7/11/1998 về “Quy chế vay và trả nợ vay nước ngoài”. Đây là quy chế dùng để điều chỉnh hoạt động vay, trả nợ n-ớc ngoài và quản lý nợ n-ớc ngoài của Việt Nam, trừ tr-ờng hợp vay, trả nợ n-ớc ngoài của ng-ời c- trú là thể nhân Việt Nam.

- Theo quy định trong quy chế, DNNN vay vốn n-ớc ngoài thông qua phát hành trái phiếu quốc tế phải lập đề án phát hành, lấy ý kiến thẩm định của Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà n-ớc Việt Nam tr-ớc khi trình cấp có thẩm quyền phê duyệt. DNNN đ-ợc trực tiếp vay vốn n-ớc ngoài theo ph-ơng thức tự vay, tự chịu trách nhiệm trả nợ cho bên cho vay n-ớc ngoài theo đúng các điều kiện đã cam kết tại các thỏa thuận vay. Chính phủ không chịu trách nhiệm đối với các khoản nợ do các DNNN trực tiếp đi vay n-ớc ngoài, trừ các khoản vay đ-ợc Chính phủ bảo lãnh.

- DNTN sử dụng vốn vay n-ớc ngoài phải tự chịu hoàn toàn trách nhiệm trong việc trả nợ theo đúng các quy định trong thỏa thuận vay, các quy định của pháp luật Việt Nam và thông lệ pháp lý quốc tế. Các khoản nợ n-ớc ngoài của DNTN chịu sự giám sát, theo dõi của Ngân hàng Nhà n-ớc Việt Nam.

- Tất cả các đơn vị tiếp nhận và sử dụng vốn vay n-ớc ngoài đều phải thực hiện chế độ báo cáo, đánh giá định kỳ hàng quý, hàng năm hoặc đột xuất về tình hình rút vốn, sử dụng vốn vay, trả nợ n-ớc ngoài gửi cơ quan chủ quản, cơ quan quản lý khoản vay là Bộ Tài chính hoặc Ngân hàng Nhà n-ớc Việt Nam, cơ quan bảo lãnh và cơ quan cho vay lại theo h-ớng dẫn của các cơ quan này.

2.4.2 Vai trò của phát hành trái phiếu quốc tế đối với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam

Mục tiêu đề ra cho sự nghiệp công nghiệp hóa hiện đại hóa đất n-ớc trong giai đoạn hiện nay và những năm tới của Việt Nam là:

- Tổng sản phẩm quốc nội năm 2010 tăng gấp đôi so với năm 2000
- Giai đoạn 2006-2010 phải đạt tốc độ tăng tr-ởng kinh tế từ 7,5% - 8% năm và phấn đấu đạt trên 8%/năm.

Nh- vậy, nhu cầu về vốn cho đầu t- phát triển của Việt Nam trong thời gian tới là rất lớn, tỷ lệ huy động vốn cho đầu t- là 40% GDP trong đó huy động vốn

trong n-ớc là 65 - 67%, n-ớc ngoài là 33 - 35%. Tr-ớc thực trạng đó, giải pháp phát hành trái phiếu quốc tế huy động vốn từ thị tr-ờng n-ớc ngoài là một giải pháp giữ vai trò cần thiết, có ý nghĩa chiến l-ợc đối với phát triển kinh tế Việt Nam.

- Là cầu nối giữa thị tr-ờng vốn trong n-ớc với thị tr-ờng tài chính quốc tế

Với nhu cầu vốn trong n-ớc và nhu cầu ngoại tệ đều rất cao nh- hiện nay, phát hành trái phiếu quốc tế là một giải pháp huy động vốn dài hạn hiệu quả, giúp tăng dự trữ quốc gia, góp phần làm nền kinh tế Việt Nam từng b-ớc hội nhập nền kinh tế quốc tế.

Ngoài ra, vốn đầu t- cho phát triển của các doanh nghiệp hiện nay phụ thuộc quá mức vào nguồn vay ngân hàng đã dẫn đến sự mất cân bằng trong cơ cấu tài chính của hai khu vực doanh nghiệp và ngân hàng. Phát hành trái phiếu mở đ-ờng cho các doanh nghiệp lớn của Việt Nam trực tiếp huy động nguồn vốn trung và dài hạn bằng ngoại tệ với lãi suất tốt hơn, tạo ra một luồng đầu t- mới cho mục tiêu tăng tr-ởng bền vững của các doanh nghiệp.

- Vay vốn hỗ trợ phát triển chính thức (ODA) với lãi suất - u dài, nh- ng lại kèm theo nhiều điều kiện nh- nhập khẩu thiết bị, nhà thầu... kèm theo các điều kiện về mở cửa và cải cách chính sách kinh tế. Còn đối với nguồn vốn FDI, Chính phủ cũng phải thực hiện nhiều chính sách - u dài đầu t- : giảm thuế, miễn thuế, giảm thu tiền sử dụng đất..., nghĩa là chấp nhận cạnh tranh với các n-ớc khu vực... Thêm vào đó nguồn vốn vay ODA có hạn, trên thế giới nói chung cũng nh- đối với Việt Nam nói riêng, đang ngày càng bị thu hẹp dần và dự kiến đến năm 2010 sẽ “biến mất” khỏi cơ cấu vốn vay. Đó là những yếu tố khiến Việt Nam xem xét việc phát hành trái phiếu Chính phủ ra bên ngoài, một ph-ơng thức vay th-ơng mại trong chiến l-ợc huy động vốn của Việt Nam, đảm bảo quyền tự chủ trong việc sử dụng nguồn vốn huy động.

- Việc lựa chọn và đ- a những dự án tầm cỡ ra vay vốn trên thị tr-ờng thế giới cũng là cách để cộng đồng tài chính thế giới làm quen với tên tuổi của Việt Nam, chứng tỏ cam kết của chính phủ Việt Nam về việc gia nhập nền kinh tế thế giới, chứng minh đ-ờng lối đổi mới kinh tế của Việt Nam có hiệu quả và là lộ trình

để Việt Nam tiến gần đến Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO). Đây là một bước đột phá có tính chiến lược.

2.4.3 Những thuận lợi - khó khăn khi phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam

- Việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu quốc tế đem lại những tác động tích cực:

- Khả năng huy động vốn lớn, thời gian thanh toán dài.

Khi phát hành trái phiếu quốc tế, đối tượng các nhà đầu tư mua trái phiếu rất rộng lớn. Trong khi đó các hình thức huy động nợ khác thông thường bên vay chỉ vay từ một hoặc một nhóm các bên cho vay nhất định. Nên phát hành trái phiếu quốc tế mở ra một kênh huy động vốn có khả năng đáp ứng các dự án có quy mô lớn và nguồn lực hầu như không hạn chế. Ngoài ra, đây cũng là nguồn vốn được huy động có thời hạn thanh toán dài hơn thời hạn các nguồn vay tín dụng thương mại thông thường.

- Chủ động trong việc sử dụng vốn vay.

Thông thường khi vay vốn dưới hình thức phát hành trái phiếu, tính độc lập về tài chính của chủ thể phát hành trái phiếu sẽ lớn hơn so với đi vay thông thường. Về cơ bản, chủ thể phát hành ít chịu ràng buộc bởi các điều kiện về sử dụng vốn vay của người cho vay và nếu có, thì các điều kiện này sẽ có tính chất áp dụng chung chứ không khác nhau đối với từng loại bên cho vay. Do vậy, chủ thể phát hành trái phiếu sẽ chủ động hơn trong việc tuân thủ các nghĩa vụ của mình hơn.

- Chi phí đi vay sẽ ít hơn khi đi vay thương mại

Phát hành trái phiếu quốc tế là hình thức vay vốn trực tiếp từ các nhà đầu tư quốc tế không phải qua các tổ chức trung gian, do vậy xét về tổng thể, trừ các đợt phát hành đầu tiên, chi phí đi vay thông thường sẽ hợp lý hơn đi vay thương mại, nếu xét mối quan hệ giữa khối lượng vốn huy động và chi phí phát hành. Các đợt phát hành trái phiếu đầu tiên thường tốn kém do chủ thể phát hành phải thực hiện tuyên truyền, quảng cáo trên các phương tiện thông tin, tiến hành các cuộc khảo sát thăm dò ý kiến... nhằm tạo điều kiện tiếp cận các nhà đầu tư. Những chi phí này sẽ giảm dần trong các đợt phát hành kế tiếp.

Đồng thời, lãi suất vay nợ sẽ thấp hơn khi hệ số tín nhiệm của chủ thể phát hành được nâng lên. Khi đó, chi phí sử dụng vốn từ việc phát hành trái phiếu quốc tế rẻ hơn so với chi phí sử dụng vốn trong nước.

- Tạo và nâng cao uy tín của chủ thể phát hành trên thị trường vốn quốc tế.

Phát hành trái phiếu quốc tế tạo điều kiện cho chủ thể phát hành tự giới thiệu mình và tạo vị thế đối với nhà đầu tư quốc tế. Tạo cơ hội cho chủ thể phát hành mở rộng các hình thức thu hút vốn đầu tư nước ngoài khác như đầu tư trực tiếp, vay ngân hàng, viện trợ.

Ngoài ra, với việc tạo lập vị thế trên thị trường vốn quốc tế, uy tín của chủ thể phát hành đặc biệt là doanh nghiệp đối với các đối tác và khách hàng cũng được nâng lên, do đó sẽ ảnh hưởng thuận lợi đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, nhất là trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế như hiện nay.

- Tuy nhiên, cũng giống như bất kỳ một phương thức huy động vốn nào khác, phát hành trái phiếu quốc tế cũng chứa đựng những khó khăn bất lợi, đó là:

- Phải tuân thủ các thông lệ quốc tế.

Do đây là phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế nên phải đảm bảo tính công khai minh bạch, cập nhật thông tin thường xuyên đối với cộng đồng đầu tư quốc tế. Đồng thời cũng phải tuân thủ theo những quy định chặt chẽ về trình tự, thủ tục phát hành trái phiếu, những yêu cầu về tính công khai và tuân thủ các luật quốc tế. Đòi hỏi nhà phát hành phải chuẩn bị một khối lượng công việc rất lớn và khá phức tạp để thông tin được cung cấp chính xác và đầy đủ.

Bên cạnh đó, các khoản lệ phí quản lý và bảo lãnh cho các đợt phát hành trái phiếu quốc tế có thể thay đổi tùy theo kỳ hạn thanh toán trái phiếu, lệ phí cao hơn đối với trái phiếu dài hạn hơn và cũng tùy thuộc vào tiếng tăm của công ty huy động vốn cũng như địa vị của nước chủ nhà. Thông thường lệ phí này dựa vào tỷ lệ phần trăm số vốn phát hành và thanh toán chiết khấu giá.

- Cung cấp và công bố thông tin.

Bên phát hành có thể phải công bố một số thông tin về tình hình hoạt động và phương án kinh doanh của mình theo yêu cầu của cơ quan quản lý thị trường. Điều này có thể được nhiều doanh nghiệp nhìn nhận là một trở ngại cho doanh nghiệp,

nhất là trong điều kiện ở Việt Nam, phần lớn các doanh nghiệp không quen với việc cung cấp và công bố thông tin.

- Xếp hạng độ tín nhiệm.

Đối với trái phiếu Chính phủ: xếp hạng tín nhiệm phản ánh sự đánh giá hàng loạt các yếu tố phức tạp, bao gồm: các vấn đề chính trị-xã hội và cấu trúc nền kinh tế; các chính sách tài khóa tiền tệ và thành quả kinh tế gần đây của quốc gia; quy mô và cấu trúc của các khoản nợ n-ớc ngoài; dự trữ ngoại hối quốc gia... Tính sẵn sàng trả nợ là một tiêu chuẩn định tính, phụ thuộc chủ yếu vào những thay đổi chính trị của quốc gia, chính điều này đã làm cho việc phân tích xếp hạng tín nhiệm phức tạp hơn nhiều.

Ngoài ra, để có thể phát hành trái phiếu công ty ra thị trường quốc tế đòi hỏi các doanh nghiệp cũng phải thực hiện dịch vụ xếp hạng định mức tín nhiệm trong giai đoạn chuẩn bị phát hành, đây là một điều khá mới cho các doanh nghiệp Việt Nam.

Chi phí cho một lần xếp hạng cũng khá tốn kém (cần 60.000-100.000 đô la Mỹ cho một lần) và thời gian cho xếp hạng lần đầu khá dài từ 3-6 tháng, thậm chí một năm, tùy thuộc nhiều vào khả năng đáp ứng các yêu cầu về số liệu.

- Kế hoạch thanh toán nợ gốc và lãi khi đáo hạn.

Chủ thể phát hành cần phải có kế hoạch cân đối nguồn thu và chuẩn bị nguồn ngoại tệ đủ để thanh toán lãi và vốn gốc khi đáo hạn. Nếu việc thanh toán không đ-ợc đảm bảo sẽ ảnh h-ởng lâu dài đến uy tín của các bên phát hành, ảnh h-ởng đến đợt phát hành tiếp theo cũng nh- các khoản vay n-ớc ngoài khác.

- Ảnh h-ởng đến cán cân thanh toán.

Khi việc sử dụng nguồn vốn vay từ phát hành trái phiếu không đạt hiệu quả áp lực trả nợ sẽ gia tăng, Chính phủ buộc phải cắt giảm chi tiêu cho đầu t-, có thể làm trì trệ nền kinh tế. Ngoài ra, việc trả lãi sẽ làm cho cán cân vãng lai thâm hụt và việc trả vốn làm cho cán cân vốn thâm hụt. Do đó, cán cân thanh toán sẽ thâm hụt nhiều hơn mức thặng d- ban đầu đạt đ-ợc. Nền kinh tế có thể thụt lùi so với tr-ớc khi vay vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu quốc tế.

2.4.4 Thực trạng phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam

Năm 1994, ngay sau khi Trung Quốc phát hành trái phiếu lần đầu tiên ra thị trường vốn quốc tế, Chính phủ đã chỉ đạo Bộ Tài chính bắt tay vào nghiên cứu, học hỏi kinh nghiệm để xây dựng đề án phát hành trái phiếu quốc tế. B-ớc sang năm 1995, một số đề án liên quan đã đ-ợc đ- a ra, có thể kể đến:

- Tháng 6/1995, tập đoàn Yamaichi đệ trình “Đề án phát hành trái phiếu Châu Âu”.

- Tháng 8/1995, tập đoàn Morgan Staley đã tổ chức tại Hà Nội một Hội nghị về phát hành trái phiếu quốc tế.

- Cũng trong thời gian này, Ngân hàng Ngoại th-ơng Việt Nam và Ngân hàng Standard Chartered Bank đã có một số lần tiếp xúc nhằm xây dựng “Đề án phát hành trái phiếu quốc tế Vietcombank”.

- Năm 2002, Bộ Tài chính cũng đã có đề án phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị tr-ờng quốc tế.

Tuy nhiên, thời gian qua, do những yếu tố khách quan và chủ quan nh- kh-ung hoảng thị tr-ờng tài chính thế giới; các khoản nợ n-ớc ngoài của Việt Nam ch- a hoàn toàn đ-ợc xử lý dứt điểm; hệ số tín nhiệm còn ở mức thấp và ch- a có dự án thực sự hiệu quả... đề án này không đ-ợc tiến hành. Chỉ sang đến năm 2005, đ-ợc coi là năm có nhiều cơ hội tốt nhất để phát hành trái phiếu Chính phủ vào thị tr-ờng vốn quốc tế.

2.4.4.1 Thực trạng phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ

- Chuẩn bị ban đầu

Ngày 26/8/2005, Bộ Tài chính đã trình lên ãy ban Th-ờng vụ Quốc hội đề án “*Phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị tr-ờng vốn quốc tế*”. Bản đề án bao gồm:

- Những b-ớc đi cụ thể của trái phiếu quốc tế do Chính phủ Việt Nam phát hành trên một vài thị tr-ờng vốn lớn thế giới.

- Dự kiến, một phần số vốn sau khi huy động đ-ợc sẽ đầu t- cho TCty Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam (Vinashin). Nguồn vốn huy động ban đầu dự tính sẽ vào khoảng 500 triệu USD đến 700 triệu USD, với lãi suất dự kiến 7,25%-7,5%.

Để chuẩn bị cho đợt phát hành này, Văn phòng Chính phủ cũng có công văn số 4404 yêu cầu các Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Khoa học Công nghệ, Tư pháp, Ngân hàng Nhà nước thẩm định bằng văn bản đề án phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường vốn quốc tế của Bộ Tài chính.

- Quá trình phát hành trái phiếu

Nhận được sự ủy quyền của Chính phủ thực hiện phát hành trái phiếu Chính phủ ra nước ngoài, Bộ Tài chính đã chính thức phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam tại thị trường chứng khoán New York vào ngày 27/10/2005.

- Việt Nam phát hành trái phiếu quốc tế trên thị trường trái phiếu toàn cầu theo phương thức 144A nghĩa là khi phát hành không phải đăng ký SEC, được bán trực tiếp cho một số nhà đầu tư chọn lọc thông qua một đại lý, và được nhà quản lý chính bảo lãnh hoàn toàn cho đợt phát hành.

- Trái phiếu của Việt Nam đã được phát hành theo quy trình nghiêm ngặt với sự tham gia của các đối tượng:

- Tư vấn pháp lý gồm: Freshfields (tư vấn cho phía Việt Nam), Phillips Fox (tư vấn cho các ngân hàng bảo lãnh), Shearman & Sterlings và Bộ Tư pháp.

- Ngân hàng bảo lãnh phát hành là Ngân hàng Credit Suisse First Boston của Thụy Sĩ (nay là Ngân hàng Credit Suisse, gọi tắt là “CSFB”). Bảo lãnh phát hành chính cho Bộ Tài chính theo hợp đồng mua bán trái phiếu ký giữa Bộ Tài chính và CSFB ngày 27/10/2005. Ngoài ra, còn bảy ngân hàng khác tham gia đồng bảo lãnh: Citigroup (Mỹ), Nomura Securities (Nhật Bản), cùng 5 ngân hàng đồng bảo lãnh khác là J.P. Morgan, Deutch Bank, Merrill Lynch, Morgan Stanley và HSBC.

- Ngân hàng New York (Bank of New York) là ngân hàng được chọn làm đại lý thanh toán trái phiếu cho Bộ Tài chính theo hợp đồng đại lý thanh toán ký giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng New York ngày 03/11/2005.

- Các nhà đầu tư quan trọng, có uy tín lớn trên thị trường tài chính thế giới từ Châu Á, Châu Âu và Châu Mỹ đặt mua với số lượng lớn trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam.

- Số lượng trái phiếu Chính phủ Việt Nam dự định phát hành ban đầu là 500 triệu USD, ngay ngày đầu tiên số lượng các nhà đầu tư đặt mua khoảng 1 tỷ

USD. Chính phủ đã quyết định tăng khối lượng phát hành thêm 250 triệu USD, nâng tổng số phát hành lên tới 750 triệu USD, và đã được mua hết.

Mức lãi suất cố định là 6,875%/năm tính trên giá trị danh nghĩa (lãi suất thực là 7,125%), tương đương mức lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ loại 10 năm (US Treasury) là 4,561% cộng thêm 256,4 điểm cơ bản. Tiền lãi trái phiếu được thanh toán 6 tháng một lần vào 15/1 và 15/7 hàng năm bằng USD, kỳ trả lãi đầu tiên vào ngày 15/01/2006.

Bảng 2.5: Đặc điểm trái phiếu Chính phủ của Việt Nam

<i>Ngày phát hành</i>	27/1
<i>Khối lượng phát hành</i>	750
<i>Thời hạn (năm)</i>	10
<i>Giá (% so với mệnh giá)</i>	98,2
<i>Lãi suất cố định (%/năm)</i>	6,87
<i>Tỷ lệ bù (bps)</i>	256,

Ngày 29/10/2005, ngày định giá trái phiếu, Việt Nam đã phát hành 750 triệu USD trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế với mức giá 98,223% mệnh giá, thời hạn 10 năm, có mức lãi suất danh nghĩa là 6,875%/năm và được đăng ký niêm yết ở thị trường chứng khoán Singapore.

- Quản lý và sử dụng nguồn vốn huy động từ việc phát hành trái phiếu Chính phủ

- Quản lý nguồn vốn

- Theo hợp đồng số 01/2005/BTC-Vinashin ký giữa Bộ Tài chính và TCty Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam (Vinashin) ngày 3/11/2005, Vinashin là đơn vị được Chính phủ phê duyệt cho vay lại nguồn vốn từ phát hành trái phiếu Chính phủ nhằm đầu tư cho các dự án phát triển sản xuất.

Vinashin nhận nợ tính từ ngày 03/11/2005, với lãi suất cho vay lại bằng lãi suất trái phiếu (coupon) 6,875%/năm tính trên giá trị danh nghĩa của trái phiếu. Tiền lãi trái phiếu được thanh toán 6 tháng một lần theo đúng kỳ hạn thanh toán lãi trái phiếu. Thời hạn cho vay lại bằng thời hạn trái phiếu phát hành. Gốc trái phiếu trả một lần vào ngày đáo hạn trái phiếu, ngày 15/01/2016.

➤ Bên cạnh việc tập trung ban hành các văn bản pháp lý liên quan đến phát hành trái phiếu quốc tế, Chính phủ cụ thể là Bộ Tài chính cũng ban hành quyết định số 36/2006/QĐ-BTC ngày 7/07/2006 ban hành “Quy chế quản lý và giám sát việc sử dụng nguồn vốn trái phiếu quốc tế của Chính phủ năm 2005”.

Quyết định tập trung vào những quy chế cụ thể nhằm kiểm soát Vinashin trong việc sử dụng nguồn vốn sao cho đúng mục đích, đạt hiệu quả cao trong nền kinh tế nhằm không tạo ra gánh nặng về nợ cho quốc gia. Nội dung cụ thể bao gồm:

Trách nhiệm của Bộ Tài chính và Ngân hàng phục vụ:

➤ Chính phủ giao Bộ Tài chính thực hiện việc kiểm tra định kỳ và đột xuất tình hình sử dụng vốn trái phiếu quốc tế trên, đồng thời cũng có trách nhiệm theo dõi khả năng thực hiện nghĩa vụ trả nợ của Vinashin.

➤ Bộ Tài chính ủy quyền cho Ngân hàng Đầu t- và phát triển Việt Nam (BIDV) là ngân hàng phục vụ mở tài khoản cho Bộ Tài chính và Vinashin để tiếp nhận nguồn vốn trái phiếu quốc tế, hợp tác quản lý nguồn vốn huy động từ phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ cùng với Vinashin, đảm nhận việc quản lý và sử dụng hiệu quả nguồn tiền tạm thời nhàn rỗi cũng nh- cơ chế đảm bảo ngoại tệ trả lãi hàng năm cho các nhà đầu t- trái phiếu.

Trách nhiệm của TCty Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam :

➤ Phải có trách nhiệm lập kế hoạch tổng thể việc phân bổ nguồn trái phiếu quốc tế cho các dự án và phải đ- ọc chuyển ngay cho Bộ Tài chính và Ngân hàng phục vụ làm căn cứ giám sát việc sử dụng vốn. Và trên cơ sở kế hoạch đã phê duyệt, công ty đ- ọc ủy quyền phải xây dựng chi tiết kế hoạch sử dụng cho Vinashin phê duyệt và gửi cho Bộ Tài chính và Ngân hàng phục vụ.

➤ Việc rút vốn để tạm ứng, thanh toán bằng nguồn vốn trái phiếu quốc tế chỉ đ- ọc thực hiện sau khi có quyết định phê duyệt dự án đầu t- hoặc quyết định đầu t- của cấp có thẩm quyền. Vinashin đ- ọc phép yêu cầu các chủ dự án nhận nợ ngay theo kế hoạch tổng thể phân bổ nguồn vốn trái phiếu quốc tế, nh- ng việc rút vốn chỉ đ- ọc thực hiện để tạm ứng, thanh toán cho các dự án. Lãi suất nhận nợ không v- ợt quá lãi suất cho vay cùng kỳ hạn của ngân hàng th- ong mại trong n- ớc.

➤ Gốc, lãi trái phiếu và các khoản phí phát sinh do Vinashin trực tiếp trả cho đại lý thanh toán bằng đồng đôla Mỹ (USD).

➤ Nếu có khó khăn về ngoại tệ, Vinashin có thể thực hiện trả nợ bằng đồng Việt Nam theo thỏa thuận từng lần với Bộ Tài chính. Tr-ớc 3 ngày kể từ ngày đến hạn thanh toán lãi trái phiếu, Vinashin tạm thời tính toán số lãi trái phiếu phải trả và chuyển đủ số tạm tính vào tài khoản của công ty mở tại Ngân hàng BIDV.

Trong tr-ờng hợp ch- a thu xếp kịp tiền để thanh toán đầy đủ các nghĩa vụ trả nợ đến hạn, Vinashin phải có công văn đề nghị Bộ Tài chính ứng vốn tr-ớc để trả nợ. Nếu Vinashin không thực hiện đ-ợc các nghĩa vụ của mình, Bộ Tài chính có quyền tùy theo sự lựa chọn của mình yêu cầu bồi th-ờng theo qui định của pháp luật, kể cả việc yêu cầu tất cả các ngân hàng phục vụ phong tỏa các tài khoản của Vinashin để trả nợ.

- Kế hoạch sử dụng nguồn vốn vay lại từ Chính phủ của Vinashin

Theo Tổng giám đốc Vinashin cho biết, 750 triệu USD đ-ợc vay lại từ đợt phát hành trái phiếu Chính phủ chủ yếu để đầu t- phát triển các nhà máy đóng tàu khoảng 60%, các dự án phát triển công nghiệp phụ trợ 30% và phát triển đội tàu vận tải khoảng 10%. Từ nguồn vốn này, Vinashin đang đầu t- nâng cao năng lực cho các nhà máy đóng tàu. Hiện nay, Vinashin đã đóng tàu đến 53 ngàn tấn và đã ký kết đóng đến các tàu 100-150 ngàn tấn. Bên cạnh đó, Vinashin cũng đầu t- mạnh cho công nghiệp phụ trợ nhằm nâng cao tỷ lệ nội địa hoá và khả năng cạnh tranh của ngành công nghiệp này trong t-ơng lai.

Về triển khai đầu t-, hiện nay Vinashin đang đầu t- hàng loạt công trình nhằm hình thành 3 cụm công nghiệp tàu thủy ở cả ba miền Bắc - Trung - Nam. Cụ thể, Vinashin đang đầu t- vào KCN An Hồng - Hải Phòng sản xuất động cơ, sản xuất nồi hơi, nội thất tàu thủy và các cơ sở về cơ khí khác. KCN Lai Vu - Hải D-ơng tập trung vào cơ khí và sản xuất container. Dự kiến, từ nguồn đầu t- trái phiếu, đầu năm tới sẽ có các container made in Việt Nam ra thị tr-ờng. Tại đây cũng sẽ có một cơ sở cơ khí đúc lớn nhất Việt Nam. KCN Cái Lân đang triển khai dự án cán nóng thép tấm 500 ngàn tấn phục vụ đóng tàu và sang năm sẽ có sản phẩm thay thế nhập

khẩu. KCN Dung Quất đầu tư nhà máy đóng tàu có năng lực đóng tàu 100-150 ngàn tấn và nâng lên đến 300 ngàn tấn, có thể sản xuất các giàn khoan dầu khí.

Hiện tại Vinashin đang đầu tư khoảng 180 dự án với nhu cầu vốn khoảng 23 ngàn tỷ đồng. Như vậy, nguồn vốn trái phiếu chỉ đáp ứng được khoảng 49%. Các dự án cũng phải trông chờ vào nhiều nguồn vốn đầu tư khác như vay thương mại, phát hành trái phiếu và kêu gọi các doanh nghiệp trong nước tham gia góp cổ phần...

2.4.4.2 Thực trạng phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường vốn quốc tế

Các doanh nghiệp hiện nay ở nhiều lĩnh vực quan trọng đang rất cần nguồn vốn lớn, với thời gian dài. Trong khi đó, hầu hết nguồn vốn ngân hàng là vốn thương mại, có tính ngắn hạn nên khó có thể huy động khối lượng lớn đầu tư dài hạn. Hiện chưa có doanh nghiệp nào phát hành trái phiếu quốc tế, nhưng theo Thứ trưởng Tài chính Lê Thị Băng Tâm khẳng định: "Bất cứ doanh nghiệp nào, không kể quốc doanh hay ngoài quốc doanh, nếu có phương án khả thi về cách thức sử dụng vốn cũng như phương án trả nợ rõ ràng, đủ tiêu chuẩn theo quy định phát hành trái phiếu của quốc tế, có thể trình phương án bán trái phiếu quốc tế với Bộ Tài chính". Trước mắt, khuyến khích các doanh nghiệp có nhu cầu vốn lớn như than, hàng không, ngân hàng, bảo hiểm... tiếp cận thị trường vốn quốc tế thông qua phát hành trái phiếu hoặc bán cổ phần.

Như vậy, việc phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế của các công ty, doanh nghiệp hiện nay đã có nhiều thuận lợi.

- Thời điểm thích hợp cho các doanh nghiệp phát hành trái phiếu quốc tế

- Kinh tế Việt Nam tăng trưởng nhanh, triển vọng kinh tế được đánh giá cao đặc biệt sau khi gia nhập WTO là những lý do khiến các nhà đầu tư quốc tế xem thị trường Việt Nam như một điểm đến đầy hấp dẫn.

- Sau sự đón nhận nồng nhiệt cho lần phát hành đầu tiên của trái phiếu Chính phủ, các nhà đầu tư quốc tế đang mong đợi trái phiếu của các công ty Việt Nam, đặc biệt là loại trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu.

- Chính phủ Việt Nam có chủ trương sẽ chỉ phát hành trái phiếu lần đầu để tạo đà cho các công ty trong nước tự mình tiến vào thị trường vốn quốc tế. Vì vậy, trong quá trình tiếp thị chào hàng trái phiếu Chính phủ, để tạo điều kiện cho các

doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận và học hỏi kinh nghiệm, nhà n-ớc cho phép những đơn vị đang có kế hoạch phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra thị tr-ờng quốc tế trong t-ờng lai không xa tham dự nh- : TCty Xi măng Việt Nam, Ngân hàng Ngoại th-ờng, Ngân hàng Đầu t- và Phát triển.

- Với sự thành công của trái phiếu Chính phủ trên thị tr-ờng quốc tế, Việt Nam đã có đ-ợc một mức lãi suất chuẩn cho trái phiếu trên thị tr-ờng vốn n-ớc ngoài. Các doanh nghiệp khi phát hành trái phiếu công ty sẽ căn cứ vào đó để cộng thêm một mức nhất định, mức cộng thêm là bao gồm rủi ro và chênh lệch thời hạn. Trái phiếu Chính phủ luôn đ-ợc xem là có độ an toàn hơn trái phiếu công ty, do đó lãi suất của nó sẽ phải thấp hơn. Nh- vậy, các doanh nghiệp nếu phát hành trái phiếu sẽ phải trả cho nhà đầu t- mức lãi cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ là 7,125%/năm, tính theo lãi suất cố định.

- Hỗ trợ từ phía ngân hàng: Ngân hàng Ngoại th-ờng Việt Nam (VCB) đang có kế hoạch t- vấn và tổ chức phát hành trái phiếu ra n-ớc ngoài cho các tổng công ty lớn. Các tổng công ty tự phát hành sẽ khó thành công vì ch- a có danh tiếng, tín nhiệm trên thị tr-ờng quốc tế. Nếu VCB đứng ra phát hành thì sẽ thuận lợi hơn vì ngân hàng này đã có uy tín trong lĩnh vực tài chính, tiền tệ quốc tế. Ngoài ra, theo một biên bản vừa đ-ợc ký, Bộ Tài chính tạo điều kiện cho ngân hàng HSBC tiếp cận việc t- vấn, bảo lãnh phát hành cho các giao dịch trái phiếu quốc tế của Chính phủ, doanh nghiệp Việt Nam theo quy định của pháp luật.

- Nhiều cuộc hội thảo liên quan đến việc tiếp cận thị tr-ờng vốn n-ớc ngoài do Bộ Tài chính phối hợp tổ chức với các tổ chức tài chính uy tín trên thế giới nh- :

➤ Vào tháng 12/2005, một cuộc hội thảo “Phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế “ do Bộ Tài chính và tập đoàn Ngân hàng Credit Suisse First Boston đồng tổ chức. Có sự tham gia của các thành viên: Phó Chủ tịch tập đoàn Ngân hàng Credit Suisse First Boston; đại diện tổ chức tư vấn Standard & Poor’s; các Công ty Luật Freshfields Bruckhaus Deringer, Công ty Shearman & Sterling... cùng đại diện các bộ ngành liên quan, đại diện các vụ, cục trực thuộc Bộ Tài chính và đại diện một số doanh nghiệp trong và ngoài n-ớc.

➤ Tiếp đến vào ngày 7/9/2006, Ngân hàng Citybank Việt Nam (Citigroup), Công ty đánh giá định mức tín nhiệm Moody's và Bộ Tài chính đã phối hợp tổ chức hội thảo chuyên đề “*Tiếp cận thị trường vốn quốc tế chìa khóa của thành công*”.

Thông qua các buổi hội thảo, các doanh nghiệp Việt Nam có cơ hội trang bị thêm kiến thức, kinh nghiệm và bài học thực tế về phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Nội dung trình bày chủ yếu tập trung giới thiệu: các cơ hội, cách thức tiếp cận với thị trường vốn thế giới qua việc phát hành trái phiếu quốc tế, tạo nguồn vốn vay dài hạn cho nền kinh tế; quy trình phát hành trái phiếu quốc tế; tầm quan trọng của việc xây dựng định mức tín nhiệm khi phát hành trái phiếu quốc tế; cách thức xây dựng báo cáo để xếp hạng định mức tín nhiệm của các doanh nghiệp và những lợi ích mà doanh nghiệp có được khi sử dụng các nhà tư vấn xếp hạng; yêu cầu công khai pháp lý khi phát hành trái phiếu quốc tế và điều kiện, nghĩa vụ của tổ chức bảo lãnh phát hành trái phiếu quốc tế...

- Kế hoạch chuẩn bị từ phía doanh nghiệp

Cùng với sự thành công phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ và các yếu tố thuận lợi đã khiến nhiều doanh nghiệp Việt Nam nghĩ đến khả năng huy động vốn trên thị trường quốc tế vì đây là thời điểm khá thích hợp. Hiện tại, một số tổng công ty đang lên kế hoạch chuẩn bị cho quá trình phát hành trái phiếu quốc tế:

- Sau khi được vay toàn bộ số tiền thu được từ nguồn vốn bán trái phiếu quốc tế của Chính phủ để tăng cường đầu tư cho công nghiệp đóng tàu, hiện nay Vinashin đang tích cực chuẩn bị để phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Một tổ công tác về trái phiếu quốc tế đã thành lập, bao gồm Công ty Tài chính Vinashin, các phòng ban, đơn vị trực thuộc TCty do Phó Tổng Giám đốc phụ trách đang chuẩn bị các tài liệu cần thiết về hoạt động và tình hình tài chính của Vinashin phục vụ cho việc kiểm chứng. Đồng thời, Vinashin cũng xúc tiến thực hiện đánh giá định mức tín nhiệm thông qua hai tổ chức là Moody's và Standard & Poors.

- TCty dầu khí Việt Nam hiện đang chờ Bộ Tài chính hướng dẫn phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế để xúc tiến việc huy động vốn theo hình thức này. Tuy nhiên giá trị cụ thể của lô trái phiếu chuẩn bị phát hành chưa được công bố.

PetroVietnam đã thuê một công ty của Hồng Kông để tiến hành các thủ tục t- vấn pháp lý cần thiết và cũng đang tìm kiếm các ngân hàng tham gia bảo lãnh phát hành. Đồng thời công ty cũng đang rút ráo hoàn thiện bản cáo bạch, cung cấp thông tin toàn diện minh bạch về hoạt động của doanh nghiệp. Sau khi có h- ớng dẫn của Bộ Tài chính, doanh nghiệp sẽ tiến hành quảng bá và gặp gỡ các nhà đầu t- quốc tế.

- Hiện tại, TCty Điện lực Việt Nam (EVN) cần một nguồn vốn lên tới 109 tỉ USD, bình quân mỗi năm 5 tỉ USD, để đáp ứng nhu cầu điện năng đang gia tăng mạnh từ nay đến năm 2025. Nguồn vốn ngân sách hay vốn vay đều khó có thể đáp ứng. Theo Tổng Giám đốc EVN, EVN rất mong muốn các nhà đầu t- tham gia góp vốn với hình thức mua cổ phần của các đơn vị đã đ- ợc cổ phần hóa hoặc tham gia vào kế hoạch phát hành trái phiếu trong t- ơng lai. Tr- ớc mắt, EVN khẳng định sẽ phát hành 500 triệu đô la Mỹ trái phiếu ra thị tr- ờng quốc tế trong năm nay.

- TCty Hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines) cũng cho biết, mặc dù kế hoạch phát hành trái phiếu của tổng công ty này phải đ- ợc sự đồng ý của Chính phủ nh- ng Vietnam Airlines cũng đã chủ động nghiên cứu kế hoạch phát hành trái phiếu kể cả trong và ngoài n- ớc.

2.5 Đánh giá việc phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam

Đánh giá về đợt phát hành trái phiếu quốc tế lần đầu tiên của Chính phủ Việt Nam, hầu hết giới truyền thông, chuyên gia kinh tế, tài chính và các nhà đầu t- n- ớc ngoài đều cho rằng, đây là đợt phát hành trái phiếu quốc tế thu hút đ- ợc sự quan tâm đặc biệt và rất thành công trên thị tr- ờng vốn quốc tế trong nhiều năm qua.

2.5.1 Thành công

- Đạt đ- ợc mục tiêu lớn nhất của việc phát hành trái phiếu quốc tế là thiết lập một mức chuẩn (benchmark) cho trái phiếu Việt Nam trên thị tr- ờng quốc tế.

- Đã hiện thực hóa mục tiêu đ- a Việt Nam hội nhập vào thị tr- ờng tài chính quốc tế nhằm đa dạng hóa các hình thức huy động vốn đầu t- .

- Việt Nam đã nhanh chóng bán hết l- ợng trái phiếu Chính phủ bằng USD trên thị tr- ờng n- ớc ngoài và huy động đ- ợc 750 triệu USD, cao gấp r- ời so với mức dự định 500 triệu USD lúc đầu do nhu cầu mua rất cao của giới đầu t- . Các nhà đầu t-

quốc tế đặt thầu mua với số tiền lên tới 4,5 tỉ USD, cao gấp 6 lần số chào mời của Chính phủ Việt Nam.

- Số lượng nhà đầu tư đặt mua trái phiếu lên tới trên 255 nhà đầu tư lớn (so với 150 nhà đầu tư mua trái phiếu của Chính phủ Indonesia đầu tháng 10/2005). Tính trung bình, mỗi nhà đầu tư chỉ mua được khoảng 20% lượng đặt mua, thậm chí có nhà đầu tư không mua được trái phiếu.

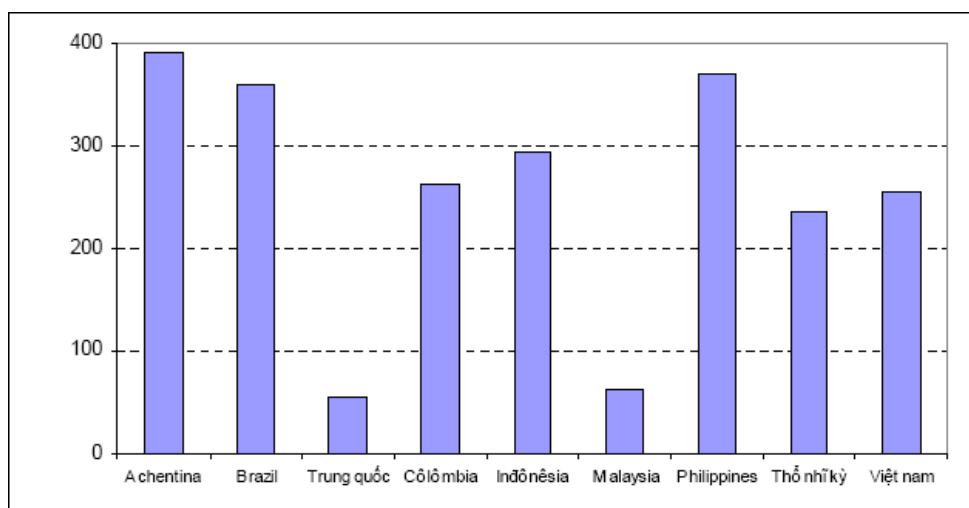
Số lượng trái phiếu Chính phủ Việt Nam được các nhà đầu tư ở các nước nắm giữ như: Châu Âu 38%, Châu Á 32% và Mỹ là 30%. Trong đó, các quỹ đầu tư tài chính là đối tượng quan tâm nhiều nhất đến trái phiếu của Việt Nam (chiếm tới 52%), còn lại là ngân hàng (25%), các công ty bảo hiểm (17%) và các tổ chức tài chính khác (7%). Điều quan trọng nhất và hiếm có nhất là việc một trái phiếu phát hành từ Châu Âu như Việt Nam đã thực sự được phân bổ toàn cầu mà không bị dồn vào các nhà đầu tư Châu Âu.

Như vậy, việc nhiều nhà đầu tư lớn tham gia mua trái phiếu Việt Nam sẽ là điều kiện tốt để tăng tính thanh khoản cho trái phiếu khi giao dịch trên thị trường thứ cấp, tạo thuận lợi cho những lần phát hành tiếp theo.

- Tại thời điểm định giá trái phiếu Việt Nam, lãi suất thị trường đang lên xuống thất thường, lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ tăng nhanh do Tổng thống Mỹ tuyên bố bổ nhiệm Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang mới nên lãi suất trái phiếu Việt Nam thấp hơn dự kiến là một thành công lớn. Và đến bây giờ, lãi suất này còn thấp hơn lãi vay trong nước.

- Đứng trên bình diện vĩ mô, lãi suất trái phiếu Chính phủ thực trả là 7,125%/năm, thấp hơn dự kiến ban đầu nằm trong khoảng 7,25% - 7,5%/năm. Đây cũng là mức lãi suất rất tốt đối với Việt Nam so với mức hệ số tín nhiệm của quốc gia do các tổ chức quốc tế đánh giá. Mức chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam so với Trái phiếu Kho bạc Mỹ tuy cao hơn so với các nước như Trung Quốc, Malaysia nhưng đáng mừng là lại thấp hơn so với các nước như Indonesia, Philippines (có mức hệ số tín nhiệm cao hơn Việt Nam - B1 hoặc tương đương) và một số nước Châu Mỹ Latinh.

**Biểu đồ 2.10 : Mức chênh lệch lãi suất so với lãi suất Trái phiếu Kho bạc Mỹ
(điểm cơ bản, cuối tháng 10/2005)**



Nguồn: Ngân hàng Thế giới World Bank

Với trình độ phát triển kinh tế của Việt Nam hiện nay và lần đầu tiên phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường vốn quốc tế, kết quả đợt phát hành này thực sự rất đáng khích lệ vì đã phản ánh được tính cạnh tranh và hiệu quả nền kinh tế Việt Nam khi hội nhập vào nền kinh tế thế giới. Cũng cần phải lưu ý rằng đợt phát hành trái phiếu Chính phủ này của Việt Nam diễn ra vào thời điểm mà lãi suất trái phiếu của các nền kinh tế mới nổi nhìn chung đang có chiều hướng giảm xuống.

Trên phương diện sử dụng vốn vay, Vinashin đã vay được nguồn vốn rất lớn với lãi suất hợp lý. Bởi vì mức lãi suất 7,125% chỉ tương đương lãi suất Libor cộng thêm 2,05%. Nếu so với mức cho vay USD trong nước, kể cả khoản vay được Chính phủ bảo lãnh thì sẽ chịu lãi suất cao hơn mức 7,125%/năm do hiện tại các ngân hàng thương mại áp dụng lãi suất Libor cộng 2,5%.

- Trái phiếu quốc tế của Việt Nam có nhiều dấu hiệu tích cực trên sàn giao dịch chứng khoán Singapore. Cụ thể, vào ngày 12/12/2005, trái phiếu được mua bán tại lãi suất 6,141%/năm, thấp hơn rất nhiều so với lãi suất khi mới phát hành (7,125%/năm). Nghĩa là, giá trị trái phiếu Chính phủ đã tăng lên 103,63%.

- Tạo "điểm chuẩn" mở đường cho các doanh nghiệp lớn của Việt Nam trực tiếp huy động nguồn vốn trung và dài hạn bằng ngoại tệ trong chiến lược đầu tư mở

rộng sản xuất nh- TCty Điện lực, TCty Dầu khí... sẽ gặp thuận lợi hơn rất nhiều. Và đây cũng là kênh huy động vốn mới đầy tiềm năng cho các doanh nghiệp khác. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp không đủ điều kiện phát hành trái phiếu quốc tế cũng có thêm cơ hội để vay vốn trong n- ớc. Đặc biệt, khi mà nguồn vốn ODA đang có nhiều khả năng giảm sút trong những năm tới - theo đánh giá của các chuyên gia kinh tế.

Thêm vào đó, qua lần nhận vay lại nguồn vốn do phát hành trái phiếu quốc tế th- ơng hiệu Vinashin đã đ- ợc biết đến nhiều trên thế giới.

- Năm 2005, trái phiếu Chính phủ Việt Nam đã đ- ợc Tạp chí Tài chính quốc tế (International Finance Review — IFR) trao giải thưởng “Trái phiếu quốc tế phát hành xuất sắc nhất trong năm”.

Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại một số bất cập xuất phát từ nhiều nguyên nhân khác nhau bên cạnh những thành công góp phần nâng cao hình ảnh Việt Nam trên tr- ờng quốc tế, tạo một b- ớc tiến nhanh, mạnh mẽ nhằm thực hiện mục tiêu của Việt Nam hội nhập vào thị tr- ờng tài chính quốc tế để đa dạng hóa các hình thức huy động vốn đầu t- cho phát triển kinh tế đất n- ớc.

2.5.2 Tồn tại và nguyên nhân

2.5.2.1 Tồn tại

- Nội dung các văn bản pháp lý

Bộ Tài chính khuyến khích các công ty, doanh nghiệp phát hành trái phiếu quốc tế và cho phép bất cứ doanh nghiệp thuộc khu vực nhà n- ớc hoặc khu vực t- nhân nếu có khả năng, kế hoạch sử dụng vốn và trả nợ rõ ràng đều có thể nộp đề án phát hành trái phiếu quốc tế cho Bộ Tài chính.

Tuy nhiên, theo Nghị định số 23/CP ngày 22/3/1995 về việc phát hành trái phiếu quốc tế, trái phiếu quốc tế bao gồm 3 loại là trái phiếu Chính phủ, trái phiếu ngân hàng th- ơng mại nhà n- ớc, trái phiếu doanh nghiệp Nhà n- ớc. Nói cách khác cho đến nay mới chỉ có 3 đối t- ợng có khả năng phát hành trái phiếu ra thị tr- ờng chứng khoán quốc tế là Chính phủ, ngân hàng th- ơng mại nhà n- ớc và doanh nghiệp nhà n- ớc.

Nh- vậy, các văn bản pháp lý hiện nay ch- a thể hiện rõ trong việc khuyến khích các tổ chức khác của Việt Nam tham gia vào các thị tr- ờng tài chính quốc tế.

- Xếp hạng hệ số tín nhiệm

Theo các chuyên gia lãi suất trên thị trường quốc tế vẫn đang ở mức thấp, việc chọn lãi suất cố định vẫn thích hợp cho các lần phát hành sắp tới. Lãi suất cố định của trái phiếu quốc tế một quốc gia thường được tính bằng lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ cùng thời hạn cộng với một biên độ. Biên độ nhiều hay ít một phần phụ thuộc vào hệ số tín nhiệm. Hiện nay mức độ tín nhiệm của Việt Nam đã được cải thiện rất nhiều trong thời gian gần đây, minh chứng là kết quả mức lãi suất 7,125% cho lần phát hành đầu tiên trái phiếu Chính phủ. Tuy nhiên mức hệ số tín nhiệm hiện nay vẫn đang ở mức trung bình.

- Tính hấp dẫn của trái phiếu Chính phủ

Về mặt lý thuyết, rủi ro càng nhiều hay hệ số tín nhiệm càng thấp thì nhà đầu tư yêu cầu lãi suất càng cao khi đầu tư vào trái phiếu. Theo một số chuyên gia, các nhà đầu tư đã ấn định mức lãi suất 7,125% là tương đối cao so với xếp hạng rủi ro của Việt Nam.

Với mức dự trữ ngoại hối hiện nay của Việt Nam khoảng 7,503 tỉ USD, tương đương 2,6 tháng nhập khẩu rõ ràng không có gì lạ khi lần vay nợ tương đương đầu tiên trái phiếu Chính phủ của Việt Nam lại được đăng ký mua lên tới 4,5 tỷ USD, cao gấp 6 lần so với lượng trái phiếu Việt Nam đã phát hành. Tuy nhiên, những lần vay sau tính hấp dẫn trái phiếu quốc tế của Chính phủ có thể khác, rủi ro tăng lên và mức lãi suất đi vay có thể sẽ cao hơn.

- Giá trái phiếu

Trái phiếu không phải là nợ mà là công cụ nợ, có thể mua bán, sang nhượng; tính thanh khoản khi niêm yết cao hơn hẳn việc vay nợ. Song dẫu sao vẫn phải trả, cả gốc lẫn lãi. Giá trái phiếu thông thường tùy thuộc vào thị trường cung cầu. Trường hợp số lượng mua nhiều hơn bán, giá bán phải bằng hoặc cao hơn mệnh giá phát hành. Với số lượng đặt mua của các nhà đầu tư lên tới 4,5 tỷ, gấp 6 lần số phát hành nên giá bán của trái phiếu Chính phủ phát hành vừa qua lại thấp hơn mệnh giá. Như vậy số tiền mà chúng ta thu được ít hơn mệnh giá đã phát hành nên tiền lãi vẫn phải trả đủ trên mệnh giá phát hành.

- Hình thức phát hành

Lần phát hành trái phiếu Chính phủ vừa qua là đợt phát hành đầu tiên trái phiếu của Việt Nam ra thị trường vốn quốc tế. Đề án phát hành trái phiếu công ty thị trường nước ngoài vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị. Một thực tế cần phải đối mặt là đa số các doanh nghiệp không phân biệt khu vực nhà nước hay tư nhân hiện nay chưa đủ khả năng tự đứng ra huy động vốn thông qua các thị trường vốn quốc tế do tồn tại một số hạn chế: về tình hình tài chính, chưa được kiểm toán và đánh giá định mức tín nhiệm nên không đủ điều kiện để phát hành trái phiếu quốc tế.

- Chủ thể tham gia phát hành

- Một số DNNN lớn, trong đó có cả một số ngân hàng thương mại quốc doanh, đã tháp tùng phái đoàn Bộ Tài chính sang Mỹ học tập kinh nghiệm phát hành trái phiếu quốc tế. Tiếc thay lại không có bất kỳ doanh nghiệp nào thuộc khu vực tư nhân để cùng học tập.

- Kế hoạch chuẩn bị phát hành trái phiếu quốc tế hiện nay chỉ tập trung ở các tổng công ty. Xét về pháp lý và cả về uy tín quốc gia, việc để các DNNN tự vay nợ trên thị trường vốn quốc tế có một điều gì đó không ổn. Vì một khi các DNNN không trả được nợ, để giữ thể diện quốc gia, cuối cùng chính phủ ắt hẳn phải đứng ra trả nợ thay. Nguồn tài trợ của Chính phủ suy cho cùng lấy từ dự trữ ngoại hối quốc gia và từ tiền thuế của người dân.

- Đơn vị tiền tệ của trái phiếu quốc tế

Việt Nam mới chỉ phát hành lần đầu tiên trái phiếu Chính phủ ra thị trường vốn quốc tế bằng đồng đô la Mỹ; tuy nhiên với sự biến động của đồng đô la Mỹ hiện nay, việc chọn đô la Mỹ là đồng tiền duy nhất cho các lần phát hành trái phiếu tiếp theo là điều hoàn toàn không khả thi. Thêm vào đó, phát hành trái phiếu quốc tế tức là vay nợ bằng USD, trong điều kiện tỉ giá ổn định, vấn đề này có lẽ không quá quan trọng. Nhưng nên nhớ rằng, trong cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á, hàng loạt doanh nghiệp phá sản khi Chính phủ các nước khu vực buộc phải thả nổi đồng bản tệ. Tỉ giá tăng quá cao và các khoản nợ do phát hành trái phiếu USD tăng nhanh khi quy đổi thành nội tệ.

- Khối lượng và chi phí phát hành

Phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế sẽ huy động được nguồn vốn lớn trong thời gian ngắn, tuy nhiên cần phải cân nhắc kỹ lưỡng vốn cần huy động. Chỉ nên phát hành khi cần huy động từ 300 triệu - 400 triệu USD trên thị trường vốn quốc tế, còn dưới 100 triệu USD thì không nên vì chi phí phát hành rất lớn. Đây là điều các doanh nghiệp cần chú trọng quan tâm khi triển khai đề án phát hành trái phiếu quốc tế.

- Quá trình quản lý nguồn vốn

Theo hợp đồng cho vay lại giữa Vinashin và Bộ Tài chính, quá trình giám sát Vinashin trong việc sử dụng nguồn vốn vay thông qua hình thức phát hành trái phiếu quốc tế trông đợi hoàn toàn vào ngân hàng phục vụ BIDV. Trách nhiệm vô cùng nặng nề cho BIDV vì nếu Vinashin không trả được nợ, tổn thất ngân sách xảy ra và khi đó số nợ sẽ có nguy cơ đe dọa tính bền vững của sự phát triển trong tương lai.

Một điều mà các doanh nghiệp cần lưu ý trong quá trình sử dụng nguồn vốn vay bằng phát hành trái phiếu quốc tế: nếu nguồn vốn vay không được đầu tư cho xuất khẩu để thu ngoại tệ thì sẽ gây bất lợi đến tỷ giá hối đoái và tăng nợ nước ngoài. Bài học khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997 đã cho thấy một trong những nguyên nhân là việc sử dụng vốn vay nợ không có hiệu quả...

2.5.2.2 Nguyên nhân

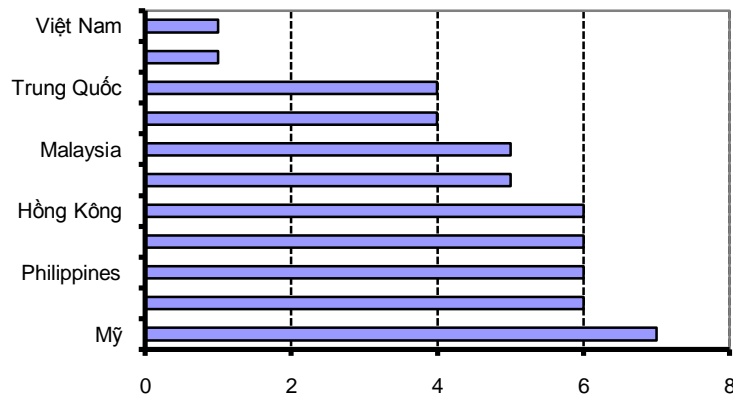
- Nội dung của một số các nghị định, quyết định... đang áp dụng khuyến khích các thành phần tham gia phát hành trái phiếu quốc tế. Nguyên nhân ở đây là do các văn bản liên quan đến phát hành trái phiếu quốc tế đã được ban hành khá lâu (cách đây 10 năm), không còn thích hợp so với tình hình thực tế hiện nay.

- Thông tin chính xác, minh bạch là yêu cầu quan trọng nhất với mọi chủ thể khi phát hành chứng khoán. Để phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế, Việt Nam đã từng buộc tuân thủ nguyên tắc quốc tế về công khai và minh bạch thông tin, tuy nhiên kết quả đánh giá của các tổ chức quốc tế đưa ra về tính công khai thông tin, Việt Nam vẫn còn ở mức thấp.

- Trong bảng xếp hạng của tổ chức minh bạch quốc tế (IT) năm 2005, Việt Nam được xếp hạng 107 với chỉ số cảm nhận tham nhũng CPI là 2,6 (CPI với thang điểm từ 1-10, điểm càng thấp thì nạn tham nhũng càng nghiêm trọng).

- Còn theo đánh giá của World Bank, thang điểm đánh giá mức công khai thông tin qua điều tra môi trường kinh doanh tại 157 quốc gia là từ 1 đến 7 (thang điểm càng cao thì càng minh bạch) thì Việt Nam được xếp hạng 1, thấp hơn tất cả các nước trong khu vực trừ Campuchia (hạng 0).

Biểu đồ 2.11: Bảng xếp hạng công khai thông tin của Việt Nam



Nguồn: Trích từ World Indicators 2005 của Ngân hàng Thế giới

- Dự trữ ngoại hối của Việt Nam không có gì tiến bộ, vẫn là 2,6 tháng nhập khẩu trong hơn 5 năm qua, mặc dù con số tuyệt đối dự trữ ngoại hối quốc gia (ước đoán) có tăng nhẹ số dự trữ so với nhập siêu của Việt Nam cũng tăng lên tương ứng.

Sau cuộc khủng hoảng Châu Á, mức dự trữ ngoại hối an toàn được nhìn một cách thận trọng hơn sao cho đủ sức đối phó với những nguy cơ khủng hoảng, vì vậy dự trữ sẽ được tính trên mức nợ ngắn hạn của quốc gia thay vì chỉ tính trên các khoản nhập khẩu. Nếu xét tính an toàn dự trữ ngoại hối của chúng ta theo cách tính này thì mức dự trữ ngoại hối hiện nay còn rất thấp chỉ bằng 1/3 so với tiêu chuẩn chung của quốc tế. Nếu xảy ra một cú sốc bên ngoài như khủng hoảng tài chính, khả năng thất thoát vốn trên cán cân vốn là không thể tránh khỏi, dự trữ ngoại hối quốc gia cạn kiệt và do đó trả nợ nước ngoài sẽ trở thành một gánh nặng.

- Trên thị trường luôn có những nhà đầu tư mạo hiểm những người thích “khẩu vị rủi ro”. Họ sẵn lòng bỏ qua trái phiếu kho bạc Mỹ, vì lãi suất thấp chỉ khoảng 4,5%/năm (có mức tín nhiệm là AAA, độ rủi ro được xem bằng 0). Trái phiếu Chính phủ Việt Nam vừa phát hành, với mức tín nhiệm BB, lãi suất đến 7,125%/năm đã đáp ứng được “khẩu vị” của một số nhà đầu tư mạo hiểm. Chính

điều này đã nâng khối lượng mua trái phiếu lên gấp nhiều lần so khối lượng bán ra, tuy nhiên số tiền mà Việt Nam nhận được chỉ là 98,233% so với mệnh giá.

- Sự suy giảm của đồng đô la Mỹ so với ngoại tệ khác buộc các nước trong khu vực Châu Á (khu vực nắm giữ đô la Mỹ trong dự trữ ngoại hối nhiều nhất thế giới) sẵn sàng bán đô la Mỹ mua các ngoại tệ mạnh khác, tình hình này làm cho đồng đô la Mỹ ngày càng suy yếu hơn không còn là đồng tiền vững mạnh trên thế giới. Việc mua bán xuất nhập khẩu bằng đồng đô la Mỹ trên thị trường quốc tế sẽ giảm, bị thay thế bởi các ngoại tệ mạnh khác.

Chính sách tỷ giá thả nổi có kiểm soát là thích hợp cho hoàn cảnh của Việt Nam hiện nay. Tuy nhiên theo IMF trong thời gian tới Việt Nam cần phải linh hoạt hơn, cho phép có sự biến động nhiều hơn nữa trong chính sách tỷ giá. Điều này cũng phù hợp với những chuyển động của lộ trình trong các cam kết hội nhập vào WTO và các nước trong khu vực. Và như vậy, những ng-ời vay vốn sẽ phải gánh chịu phần nào về rủi ro tỷ giá.

- Xuất phát từ doanh nghiệp

- Đúng theo quy trình phát hành trái phiếu quốc tế, trong giai đoạn chuẩn bị điều đầu tiên cần thực hiện là đánh giá định mức tín dụng từ các tổ chức uy tín trên thế giới. Dịch vụ định mức tín nhiệm được sử dụng để đánh giá khả năng sẵn sàng của một nhà phát hành trong việc thanh toán đúng hạn cho một khoản nợ nhất định (phục vụ cho các chứng khoán nợ). Đây là điều khá mới đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

- Tr-ờng hợp phát hành trái phiếu ra thị trường tập trung, bên phát hành có thể sẽ phải công bố một số thông tin về tình hình hoạt động và phương án kinh doanh của doanh nghiệp theo yêu cầu của các cơ quan quản lý thị trường. Đây là điều trở ngại cho các doanh nghiệp nhất là điều kiện ở Việt Nam, phần lớn các doanh nghiệp không quen với việc cung cấp và công bố thông tin.

- Chi phí phát hành trái phiếu khá cao, từ 1,5%-10% tổng giá trị phát hành. Ngoài ra, các doanh nghiệp cũng phải chuẩn bị một khối lượng công việc rất lớn và khá phức tạp để đáp ứng yêu cầu về kiểm toán và thông tin.

- Chính phủ đã nỗ lực cải cách các DNNN nh- ng thật sự vẫn ch- a có đ- ợc một cơ chế giám sát hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này.

Theo báo cáo tài chính của 19 tổng công ty, DNNN và tổ chức tài chính - ngân hàng trong kết quả kiểm toán năm 2005 của kiểm toán Nhà n- ớc; tỉ suất lợi nhuận tr- ớc thuế của các doanh nghiệp đ- ợc kiểm toán rất thấp (TCty Vật liệu xây dựng số 1 là 0,18%, TCty Công nghiệp tàu thủy 0,42%, TCty Xây dựng công trình giao thông 4 là 0,45%, TCty Dệt may VN 0,8%); và cùng với số lỗ lũy kế lên tới hàng ngàn tỉ đồng ở hàng loạt tổng công ty lớn nh- Vinashin hay TCty Dệt may.

Với kết quả nh- trên các TCty này khó có khả năng trả đ- ợc nợ trong và ngoài n- ớc khi mà tỉ suất lợi nhuận tr- ớc thuế thấp hơn 20 lần so với lãi suất đi vay (khoảng 10%/năm). Điều này sẽ làm thay đổi quan điểm của Chính phủ về việc cho phép hàng loạt DNNN lớn dự trù phát hành trái phiếu quốc tế để huy động thêm vốn. Vừa qua Thủ t- ớng Chính phủ đã có công văn 1357/TTg-KTTH ý kiến chỉ đạo các bộ, ngân hàng Nhà n- ớc, Vinashin về đề án phát hành trái phiếu của Vinashin. Theo đó, Chính phủ ch- a bảo lãnh cho Vinashin phát hành trái phiếu công ty ra thị tr- ờng quốc tế trong năm 2006.

KÕt luËn ch--ng 2

Trong ch- ơng 2 chúng ta đã có một cái nhìn tổng thể về tình hình kinh tế thế giới, kinh tế Việt Nam và sự đón nhận mạnh mẽ của thị tr- ờng vốn quốc tế trong lần phát hành đầu tiên trái phiếu Chính phủ của Việt Nam. Việt Nam đã thu hút đ- ợc nguồn vốn lớn với lãi suất hấp dẫn, hơn thế đã tạo ra một kênh huy động vốn mới đồng thời là sự kiện tiếp thị hình ảnh Việt Nam ra với thế giới. Sự kiện này khẳng định cam kết của Việt Nam hội nhập đầy đủ vào nền kinh tế thế giới và khả năng phát triển của nền kinh tế Việt Nam cũng nh- sự ổn định về chính trị, xã hội.

Tuy nhiên, bên cạnh sự thành công vẫn còn những tồn tại, nguyên nhân trong lần phát hành trái phiếu Chính phủ, cũng nh- quá trình chuẩn bị đề án phát hành trái phiếu quốc tế của các tổng công ty. Nội dung ch- ơng 3 sẽ là hệ thống các giải pháp, chính sách để có thể tháo gỡ những khó khăn v- ớng mắc nhằm hoàn thiện, thúc đẩy quá trình phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam phát triển một cách vững chắc và sao cho có hiệu quả hơn.

Chương 3

Giới thiệu cho quá trình phát triển thị trường quốc tế của Việt Nam

3.1 Định hướng giải pháp tài chính Việt Nam giai đoạn 2006-2010

Tại “Diễn đàn Đầu tư Việt Nam - các cơ hội tiếp cận đầu tư sau WTO” diễn ra vào đầu năm 2006 tại Hà Nội. Bên cạnh giới thiệu những cải cách đã đạt được liên quan đến tài chính trong thời gian qua, Bộ trưởng Nguyễn Sinh Hùng đã nêu ra định hướng cho các giải pháp tài chính giai đoạn 2006 - 2010. Nội dung được tập trung vào những lĩnh vực sau:

3.1.1 Củng cố nền tài chính quốc gia

Tiếp tục lành mạnh hóa nền tài chính quốc gia, đảm bảo duy trì cân đối lớn của nền kinh tế. Cơ cấu lại nguồn thu ngân sách Nhà nước để bù đắp cho phần thiếu hụt do cắt giảm thuế nhập khẩu; kiểm soát được bội chi, tiến tới cân bằng ngân sách.

Cải cách hệ thống chính sách thuế đảm bảo bình đẳng giữa các thành phần kinh tế, quản lý thuế minh bạch, công khai và đảm bảo thực hiện đầy đủ các cam kết quốc tế về thuế.

Kiên trì thực hiện chính sách quản lý ngân sách thận trọng, chú trọng đầu tư cho giáo dục, đào tạo, nghiên cứu khoa học, công nghệ nhằm chuẩn bị cơ sở cho phát triển kinh tế tri thức; giảm tối đa bao cấp gắn với việc cổ phần hóa DNNN.

3.1.2 Tình trạng nợ nước ngoài tiếp tục duy trì theo một cơ cấu bền vững

Nhiệm vụ trọng tâm của ngành tài chính giai đoạn 2006 - 2010 là tiếp tục tăng dự trữ ngoại tệ quốc gia, duy trì cơ cấu dự trữ ngoại tệ hợp lý, đảm bảo khả năng trả nợ nước ngoài, đồng thời tiếp tục cơ cấu lại các khoản nợ cũ, áp dụng các phương thức chuyển đổi, mua, bán nợ nhằm giảm nghĩa vụ trả nợ quốc gia, nâng cao vị thế của Việt Nam trên thị trường tài chính quốc tế.

Thời gian tới cần phải tạo ra khả năng xuất khẩu và nguồn thu ngoại tệ để trả nợ nước ngoài nhằm tránh tình trạng nợ quá hạn, đồng thời với việc tiếp tục cơ cấu lại nợ nước ngoài của quốc gia.

Theo Chương trình Quản lý nợ trung hạn giai đoạn 2006 - 2010, thì ngân sách Nhà nước chỉ vay cho đầu tư - phát triển để tạo ra nguồn thu, tăng tích lũy chứ không vay nước ngoài để tiêu dùng. Thậm chí, Chính phủ cũng không vay thương mại hoặc sử dụng những khoản vay không có - u đãi cao hoặc vay bằng những loại ngoại tệ có rủi ro cao về tỷ giá hối đoái để đầu tư - cho các dự án hạ tầng cơ sở mà không có khả năng hoàn vốn. Ngoài việc đi vay, các cơ quan chức năng của Chính phủ phải quản lý chặt chẽ các rủi ro phát sinh từ những biến động kinh tế trong và ngoài nước nhằm giảm thiểu chi phí thực hiện nghĩa vụ trả nợ trong dài hạn như rủi ro về tỷ giá, lãi suất, khả năng thanh toán của ngân sách Nhà nước, rủi ro tín dụng và hoạt động tín dụng.

3.1.3 Quá trình cải cách doanh nghiệp

Thực hiện việc chuyển đổi DNNN theo hướng đa sở hữu, với mục tiêu đại bộ phận các doanh nghiệp nhà nước sẽ thực hiện cổ phần hóa, sắp xếp lại; trong vòng 5 năm tới cổ phần hóa 1/2 trong tổng số 2.800 DNNN còn lại, đổi mới phương thức quản lý và đầu tư - vốn nhà nước thông qua tổng công ty đầu tư - và kinh doanh vốn nhà nước, xây dựng và áp dụng mô hình quản trị công ty hiện đại, theo chuẩn mực quốc tế.

3.1.4 Hệ thống pháp luật

Hoàn thiện hệ thống pháp luật tài chính phù hợp với quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường, đảm bảo tuân thủ các nguyên tắc hội nhập và thông lệ quốc tế; thiết lập môi trường kinh doanh minh bạch, thông thoáng, có tính cạnh tranh cao, đảm bảo quyền bình đẳng cho các doanh nghiệp trong nước và các doanh nghiệp có vốn đầu tư - nước ngoài.

3.1.5 Phát triển thị trường vốn trong nước

Chính phủ khuyến khích phát triển đa dạng các hàng hóa và sản phẩm tài chính trên thị trường như - cổ phiếu, trái phiếu Chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp; gắn việc cổ phần hóa doanh nghiệp với đấu giá, niêm yết trên thị trường chứng khoán; phát triển hệ thống dịch vụ tài chính hỗ trợ như - kế toán, kiểm toán, tư vấn tài chính; đẩy mạnh phát triển và mở cửa thị trường bảo hiểm và xây dựng thị trường chứng khoán Việt Nam an toàn, hiệu quả, trong tương lai có khả năng kết nối với

các thị trường chứng khoán khu vực và trên thế giới; mở rộng thu hút các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường vốn Việt Nam dưới nhiều hình thức (quỹ đầu tư, công ty quản lý quỹ, tư vấn tài chính, cung cấp các dịch vụ chứng khoán v.v...)

3.1.6 Đa dạng hóa các hình thức huy động vốn

Để đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư toàn xã hội tại Việt Nam dự kiến trong vòng 5 năm lên tới gần 140 tỷ đô la Mỹ, trong đó vốn trong nước chiếm khoảng 65% và vốn nước ngoài khoảng 35%. Chính phủ tiếp tục xây dựng môi trường đầu tư thông thoáng và hấp dẫn để thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài; tranh thủ thu hút nguồn vốn ODA gắn với việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn; ưu tiên sử dụng vốn để phát triển cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội góp phần tăng trưởng kinh tế nhanh, xóa đói giảm nghèo; đồng thời thực hiện đa dạng hóa các hình thức huy động vốn trên thị trường quốc tế bằng các hình thức phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu và cổ phiếu công ty.

3.2 Giải pháp phát triển phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam

Nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển hiện nay rất lớn, huy động vốn đầu tư nước ngoài là chính sách hoàn toàn đúng trong giai đoạn đầu phát triển của Việt Nam, miễn sao phải đảm bảo nguồn vốn ấy được đầu tư có lợi nhuận và góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Theo các chuyên gia kinh tế, hình thức vay vốn nước ngoài thông qua phát hành trái phiếu hoàn toàn thích hợp cho Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

Để tiếp bước những thành công đã đạt được trong lần phát hành đầu tiên trái phiếu Chính phủ, các bộ ban ngành đặc biệt là Bộ Tài chính cùng các doanh nghiệp cần phải từng bước hoàn thiện những vấn đề còn tồn tại hiện nay, sao cho phát hành trái phiếu quốc tế ngày càng trở thành kênh huy động vốn đạt hiệu quả. Với mục tiêu đó, dưới đây là một số giải pháp nhằm phát triển phát hành trái phiếu quốc tế của Việt Nam.

3.2.1 Đa dạng chủ thể phát hành trái phiếu quốc tế

Hiện nay chỉ có Nghị định 23/CP là văn bản liên quan trực tiếp đến phát hành trái phiếu quốc tế, tuy nhiên do được ban hành từ rất lâu (1995) nên nghị định chỉ

đề cập đến 3 chủ thể phát hành: Chính phủ, DNNN, và ngân hàng thương mại quốc doanh. Như vậy, chúng ta có cơ sở pháp lý vững chắc cho khu vực ngoài nhà nước có cơ hội tiếp cận kênh huy động vốn mới này. Vì vậy thời gian tới, trong quá trình hoàn thiện hệ thống pháp luật tài chính, cần xây dựng các văn bản liên quan đến phát hành trái phiếu quốc tế phải hướng sự đa dạng các chủ thể tham gia phát hành.

Bên cạnh đó, thiếu vắng sự tham gia của các doanh nghiệp ngoài khu vực nhà nước trong các cuộc hội thảo quốc tế, tháp tùng chuyến đi học tập kinh nghiệm tại Mỹ... liên quan đến phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Vì vậy, Chính phủ, các bộ ngành liên quan cần hỗ trợ, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp này từng bước tiếp cận vay vốn thông qua phát hành trái phiếu ra thị trường vốn nhà nước ngoài, kênh huy động vốn nhà nước ngoài đối mới cho các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp được chọn phải là những doanh nghiệp làm ăn kinh doanh hiệu quả, thực sự có nhu cầu vốn ngoại tệ lớn cho những dự án đầu tư phát triển kinh doanh.

Điều này hoàn toàn đi đúng theo xu hướng mới “tư nhân hóa tài trợ cán cân thanh toán”, nghĩa là Chính phủ ngày càng tạo mọi cơ hội để cho doanh nghiệp thuộc khu vực tư nhân thu hút ngày càng nhiều ngoại tệ, thay vì dùng dự trữ ngoại hối của NHTW hoặc thông qua kênh vay nợ nhà nước ngoài của Chính phủ để tài trợ cho thâm hụt cán cân thanh toán. Tư nhân hóa vay nợ nhà nước ngoài là một cách thức áp đặt tính kỷ luật của thị trường lên việc kiểm soát các khoản vay nợ nhà nước ngoài.

3.2.2 Nâng cao hoạt động công khai hóa thông tin

“Công khai hóa thông tin” là một điều khoản bắt buộc đối với mọi chủ thể phát hành chứng khoán, ngay cả Chính phủ cũng không có ngoại lệ. Độ tin cậy của thông tin chính là cơ sở để các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư và là yếu tố quyết định thành công hay thất bại của danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro đầu tư. Vì vậy công khai hóa thông tin luôn được các nhà đầu tư quan tâm hàng đầu và đây cũng là cách chủ thể phát hành thể hiện nghĩa vụ bảo vệ nhà đầu tư.

Việt Nam đang trên đà tăng trưởng mạnh mẽ cộng với nhu cầu về nguồn vốn cho đầu tư và phát triển trong giai đoạn tới đòi hỏi phải có những giải pháp cụ thể

cho hoạt động công khai hóa thông tin. Một trong những giải pháp quan trọng đó là:

3.2.2.1 Hoạt động định mức tín nhiệm tại Việt Nam

Là một quốc gia với đặc tr- ng quá trình phát triển kinh tế còn mới, thiếu bền vững, thiếu minh bạch, hệ thống pháp lý và các quy chuẩn, quy phạm còn ch- a hoàn thiện, việc quản trị doanh nghiệp còn yếu kém, thì vấn đề thông tin không đầy đủ là một thách thức cực kỳ lớn đối với Việt Nam. Chính vì vậy, ĐMTN đ- ợc coi là một trong những yếu tố then chốt giúp lấp đầy những khoảng trống thông tin nhằm hỗ trợ đầu t-, góp phần tăng c- ờng tính minh bạch, chất l- ợng của các doanh nghiệp trong n- ớc cũng nh- mức độ tín nhiệm quốc gia của Việt Nam trong con mắt các nhà đầu t- quốc tế.

Mở rộng hoạt động đánh giá ĐMTN tại Việt Nam thông qua việc nhanh chóng thành lập và đ- a vào hoạt động của các tổ chức ĐMTN (CRA, Credit Rating Agency); hình thành và phát triển trung tâm thông tin (CIC, Credit Information Center) nhằm hỗ trợ:

- Giảm thiểu rủi ro cho nền kinh tế:

Đối t- ợng đánh giá của CRA là: các tổ chức tài chính, các định chế tài chính, các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp phát hành chứng khoán ra công chúng, các TCty Nhà n- ớc, doanh nghiệp Nhà n- ớc...CRA sẽ phân tích các ngành kinh tế, phân tích tiền tệ, đánh giá các ch- ơng trình đầu t- của Chính phủ trong hoạch định phát triển ngành. Việc đánh giá xếp hạng tín dụng giúp cho ngân hàng thuận lợi khi thẩm định các dự án cho vay, giảm thiểu rủi ro các khoản nợ tồn đọng.

Đây sẽ là ph- ơng thức tốt nhất để quảng bá hình ảnh của những doanh nghiệp kinh doanh hiệu quả. Đồng thời, giúp cho các doanh nghiệp xây dựng chính sách đầu t-, cơ cấu tài chính để phòng tránh rủi ro về khả năng thanh toán. Là một công cụ giúp cho việc quản lý vốn và tài sản nhà n- ớc tại doanh nghiệp đ- ợc hiệu quả hơn.

Chính vì những tác động tích cực trên mà CRA sẽ góp phần đem lại sự ổn định và giảm thiểu rủi ro cho nền kinh tế. Một nền kinh tế ổn định là điều mà các nhà đầu tư - nói chung và nhất là các nhà đầu tư - nước ngoài nói riêng rất mong muốn.

- Ngoài ra, đây là cách các doanh nghiệp duy trì niềm tin đối với nhà đầu tư - không chỉ trên thị trường vốn trong nước mà cả thị trường vốn quốc tế.

Việc ra đời trung tâm thông tin CIC và công ty định mức tín nhiệm CRA tạo nhiều thuận lợi cho nhà đầu tư. Bên cạnh CRA là một tổ chức đánh giá trung gian, độc lập chuyên nghiệp, thì CIC với - u điểm - u trữ khối lượng thông tin lớn, chính xác và khách quan (thông tin tín dụng, ngành nghề kinh doanh chính, hợp đồng xuất khẩu, công nghệ... của các doanh nghiệp).

Hai tổ chức này có thể kết hợp trao đổi thông tin với nhau làm cho thông tin trên thị trường ngày càng minh bạch và hiệu quả. Vì vậy, nó hoàn toàn có thể chiếm lấy lòng tin nhà đầu tư - nước ngoài.

- Doanh nghiệp Việt Nam có cơ hội tiếp cận quy tắc kinh doanh quốc tế trong vấn đề minh bạch hóa cao về thông tin doanh nghiệp: các doanh nghiệp quen dần với các bước chuẩn bị hồ sơ, thông tin cần cung cấp... theo chuẩn mực quốc tế.

Thực tế thị trường Việt Nam đã hình thành 3 tổ chức ĐMTN, đó là:

- Công ty Thông tin tín nhiệm và xếp hạng doanh nghiệp (C&R): thành lập từ năm 2004 dưới dạng một công ty tư nhân, chủ yếu cung cấp các báo cáo tín nhiệm nh- ng mức độ phức tạp ch- a cao.

- Trung tâm thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước: ra đời từ năm 1994, có chức năng lưu trữ thông tin trong lĩnh vực tín dụng và đã xếp hạng khoảng 8.000 doanh nghiệp là các khách hàng thường xuyên của các ngân hàng thương mại. Cách thức xếp hạng thiên về lịch sử vay vốn chứ không phân tích chuyên sâu về khả năng cạnh tranh của các ngành, các doanh nghiệp.

- Trung tâm Đánh giá tín nhiệm Vietnamnet (CRV): hoạt động ngày 04/06/2004, ra đời với mục đích trở thành tổ chức chuyên nghiệp đầu tiên của Việt Nam trong lĩnh vực ĐMTN. Tuy nhiên, do thị trường nhỏ bé và lại thiếu sự quan tâm của cơ quan chức năng nên công ty này đã tạm ngừng hoạt động.

Trong đó, Trung tâm thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước tuy còn nhiều hạn chế trong vấn đề cung cấp thông tin nhưng hiện nay ở Việt Nam nó được đánh giá là tổ chức cung cấp thông tin về doanh nghiệp chuyên nghiệp nhất hiện nay.

Việt Nam chưa có nhiều kinh nghiệm trong vấn đề cung cấp thông tin, hoạt động định mức tín nhiệm vẫn còn là một dịch vụ mới mẻ. Vì vậy, để dịch vụ đánh giá thông tin minh bạch mang tính chuyên nghiệp, điểm mấu chốt là:

- Nhà nước phải hoạch định được các khung pháp lý cho hình thức dịch vụ này hoạt động. Vì đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp là một lĩnh vực nhạy cảm, các ý kiến đưa ra có thể gây ảnh hưởng lớn đến hoạt động của doanh nghiệp, đồng thời do đây là lĩnh vực đặc thù nên cần được điều chỉnh bởi những điều luật riêng. Theo đó, cần phải xây dựng các tiêu chuẩn pháp lý cụ thể đối với tổ chức định mức tín nhiệm như: mức vốn tối thiểu, hạn chế về cổ đông, công bố thông tin, các quy định về định mức tín nhiệm bắt buộc... Thêm vào đó, hoạt động đánh giá tín dụng phải đảm bảo duy trì sự độc lập trong quá trình đánh giá vì kết quả đánh giá sai lệch rất nguy hiểm, nó càng làm sâu sắc thêm sự bất đồng thông tin giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư.

- Trú ý, rất cần sự hỗ trợ của các tổ chức quốc tế như Ngân hàng Thế giới, Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) hay Công ty Tài chính Quốc tế. Ngoài ra, khuyến khích các công ty định mức tín nhiệm có uy tín như Standard & Poor's, Moody's thành lập chi nhánh tại Việt Nam. Có như vậy, hoạt động đánh giá tín nhiệm của Việt Nam trở nên chuyên nghiệp và các doanh nghiệp có nhiều thuận lợi hơn về chi phí, thời gian... trong quá trình tham gia đánh giá hệ số tín nhiệm khi có nhu cầu phát hành trái phiếu quốc tế.

3.2.2.2 Nâng cao nhận thức vai trò của công khai hóa thông tin

Bên cạnh việc thành lập và đưa vào hoạt động của các tổ chức ĐMTN, trung tâm thông tin, cần nâng cao nhận thức của công chúng cụ thể là các doanh nghiệp về ý nghĩa và vai trò tích cực của việc minh bạch thông tin.

Tâm lý của hầu hết các nhà quản lý doanh nghiệp ở Việt Nam là rất ngại phải công bố thông tin. Họ thường trì hoãn việc công bố và công bố thông tin mang tính

“tốt khoe, xấu che”. Những chiến lược kinh doanh hay những cơ hội mở rộng sản xuất, mở rộng thị trường cũng được giấu kín không để các đối thủ cạnh tranh nắm bắt những thông tin “bí mật” này. Chính điều này đã làm cho nhiều nhà đầu tư chán nản và thờ ơ với việc đầu tư.

Thêm vào đó, vai trò và ý nghĩa của công khai hóa chi- a được nhận thức đầy đủ, và công khai hóa chi- a được sử dụng như- một công cụ quản trị doanh nghiệp Nhà nước ở nước ta. Có thể nói, cho đến nay các doanh nghiệp Nhà nước chi- a thực hiện công khai hóa báo cáo tài chính. Khi vào trang web của hàng loạt tập đoàn và tổng công ty lớn, ta cũng chỉ thấy toàn là thành tích, mà không thấy bất cứ số liệu và thuyết minh nào về báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Còn trong kết quả báo cáo của kiểm toán nhà nước vừa qua, danh mục các DNNN và số liệu cụ thể về kết quả tài chính các DNNN được kiểm toán vẫn chi- a được công bố trên trang web của kiểm toán Nhà nước. Như- vậy, cần sớm triển khai biện pháp buộc các DNNN phải công bố báo cáo tài chính trên các phương tiện thông tin đại chúng.

3.2.3 Xây dựng dự trữ ngoại tệ quốc gia vững mạnh

Tại thời điểm Việt Nam phát hành trái phiếu Chính phủ, dưới mắt các nhà đầu tư nước ngoài, khi căn cứ vào nguồn dự trữ ngoại tệ thì khả năng trả nợ của Việt Nam rất cao. Tuy nhiên, nếu tiếp tục phát hành thêm thì mức độ hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài có thể giảm đi vì khi đó khoản nợ vay tăng lên so với quỹ dự trữ ngoại hối quốc gia.

Mức dự trữ ngoại hối là một yếu tố quan trọng làm cơ sở đánh giá rủi ro về khả năng thanh toán, không những phải tính đến việc hoàn trả các khoản nợ đáo hạn không thể thông lượng được mà còn phải đủ để trang trải cho cán cân thanh toán do thâm hụt tài khoản vãng lai.

Giai đoạn 2002—2006 là thời kỳ mà dự trữ ngoại hối và cán cân thanh toán Việt Nam ở trạng thái: tỷ lệ dự trữ ngoại hối so với nợ ngắn hạn rất cao do Chính phủ kiểm soát rất chặt chẽ các khoản vay nợ nước ngoài ở cả khu vực công và tư; cán cân tài khoản vãng lai của Việt Nam vẫn còn thâm hụt khoảng từ 1% đến 3% %,

nghĩa là phải đòi hỏi một yêu cầu dự trữ pháp định rất cao.² Số tuyệt đối dự trữ ngoại hối Việt Nam trong thời gian qua dù có tăng lên nh- ng trong dài hạn vẫn khó v- ợt 2,6 tháng nhập khẩu do nhập siêu của Việt Nam cũng tăng lên t- ong ứng. Điều này có nghĩa dự trữ ngoại hối của Việt Nam vẫn còn thấp so với tiêu chuẩn là 4 tháng nhập khẩu theo quan điểm truyền thống về dự trữ ngoại hối.

Mặc dù vậy, theo kinh nghiệm ở các n- ớc đang phát triển, nếu áp dụng đồng bộ các biện pháp về kiểm soát vốn n- ớc ngoài ngắn hạn và điều hành tỷ giá linh hoạt thì những thách thức này là không đáng ngại. Vì vậy, giải pháp thích hợp giúp Việt Nam cải thiện tình hình dự trữ ngoại t- ệ quốc gia hiện nay:

3.2.3.1 Kiểm soát vốn quốc gia

Th- ờng thì chúng ta quan niệm cần phải kiểm soát thật chặt các dòng vốn vào và ra khỏi quốc gia. Tuy nhiên h- óng t- duy mới mà hiện nay các quốc gia đang theo đuổi không còn nằm ở t- duy theo kiểu kiểm soát vốn (capital control) thuần túy nữa, mà tự do hóa vốn có kiểm soát (controlled capital liberalization), nghĩa là chuyển từ thế kiểm soát vốn theo kiểu “tiền kiểm” sang “hậu kiểm”.

Thay đổi trong t- duy kiểm soát vốn là b- ớc đột phá quan trọng mà các nhà hoạch định chính sách phải tính đến, nếu nh- muốn thu hút nhiều nguồn vốn đầu t- giá tiếp hơn nữa, và đ- ong nhiên điều này sẽ giúp phân đáng kể vào việc gia tăng dự trữ ngoại hối quốc gia.

Sự thận trọng cần phải cân nhắc ở đây chính là sự đánh đổi giữa một bên là gia tăng tiềm lực tài chính quốc gia và phần còn lại là khả năng đảo ng- ợc bất ngờ của dòng vốn và dẫn đến những bất ổn cho thị tr- ờng tài chính.

3.2.3.2 Điều hành chính sách tỷ giá của Nhà n- ớc

Những tranh luận gần đây về giá trị thực của đồng Việt Nam giữa một số nhà kinh tế trong và ngoài n- ớc cho thấy chính sách tỷ giá đang đ- ợc nhìn nhận theo

² Theo các nghiên cứu của Bussiere và Mulder (1999) cho thấy quy tắc Greenspan— Guidotti về mức dự trữ t- ong ứng với nợ ngắn hạn sẽ vận hành tốt trong việc hạn chế khủng hoảng trong tr- ờng hợp quốc gia có thặng d- tài khoản vãng lai khoảng 2% GDP. Tuy nhiên, đối với những quốc gia mà tài khoản vãng lai chỉ đạt ở mức cân bằng, không có thặng d- , thì mức độ dự trữ để chống đỡ các cuộc khủng hoảng phải cao gấp đôi mức nợ ngắn hạn. Đối với những quốc gia có thâm hụt tài khoản vãng lai, dự trữ quốc gia phải ở mức rất cao theo cấp số nhân. Những nghiên cứu ở nhiều n- ớc cho thấy dự trữ tăng thêm này khoảng từ 10 đến 20% GDP.

nhiều quan điểm khá khác nhau. Từ đó, nhiều ý kiến đề xuất về việc chỉ đạo và điều hành chính sách tỷ giá đ- ọc đ- a ra.

- Một số cho rằng, việc cần làm tr- ớc mắt là phá giá đồng Việt Nam, quan điểm này còn cho rằng đồng Việt Nam hiện nay có tỷ giá thực có hiệu lực quá cao, nghĩa là tỷ giá đã điều chỉnh theo lạm phát của một rổ tiền tệ của các n- ớc mà Việt Nam có quan hệ mậu dịch.

- Một số nhà kinh tế khác lại cho rằng phá giá là phá đi niềm tin của các nhà đầu t- quốc tế về môi tr- ờng đầu t- ở Việt Nam, thêm vào đó là tạo gánh nặng nợ nần n- ớc ngoài do phá giá và cho rằng chỉ cần mở rộng biên độ tỷ giá nh- hiện nay là đủ.

- Còn theo IMF, một chính sách tỷ giá thả nổi có kiểm soát là thích hợp cho hoàn cảnh của Việt Nam, tuy nhiên IMF nhận định Việt Nam cần phải linh hoạt hơn nữa qua thời gian, để cho phép có sự biến động nhiều hơn nữa trong chính sách tỷ giá.

Nh- vậy, Việt Nam vẫn tiếp tục chọn tỷ giá thả nổi có quản lý trong điều hành chính sách tỷ giá. Đây là cách chọn hoàn toàn phù hợp với mục tiêu chính sách tỷ giá n- ớc ta trong thời gian tới là ổn định tỷ giá trong mối t- ơng quan cung cầu trên thị tr- ờng xuất khẩu, kích thích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu, cải thiện cán cân thanh toán quốc tế và tăng dự trữ ngoại tệ. Tuy nhiên, để có một chính sách tỷ giá phù hợp với quá trình mở cửa và hội nhập kinh tế quốc tế, đòi hỏi phải có những giải pháp hỗ trợ nh- : hoàn thiện cơ chế điều chỉnh tỷ giá, thực hiện chính sách đa ngoại tệ, vận dụng dự báo tỷ giá để phòng ngừa và hạn chế rủi ro...

3.2.4 Giải pháp nâng cao hiệu quả vay vốn và sử dụng vốn thông qua phát hành trái phiếu quốc tế

- Khối l- ợng phát hành

Phát hành trái phiếu quốc tế có nhiều - u điểm so với các hình thức vay vốn khác. Bởi đây là hình thức vay có mức lãi suất thấp hơn lãi suất vay tín dụng xuất khẩu, có thể chủ động về thời gian vay. Thêm vào đó, chúng ta đã tạo đ- ọc chuẩn về lãi suất trái phiếu của Việt Nam trên thị tr- ờng quốc tế sau thành công của trái phiếu Chính phủ năm 2005. Tuy nhiên đây hình thức vay th- ơng mại, đòi hỏi phải

trả lãi và nợ vay đúng hạn vì vậy không phải lúc nào cần vốn, đều nghĩ ngay đến phát hành trái phiếu quốc tế, cần phải thận trọng khi xác định khối lượng cần phát hành sao cho phù hợp với chính sách vay nợ thận trọng hiện nay của Việt Nam.

- Tỷ giá VND/USD

Nh- đã xem xét trong phân thực trạng, ta có thể thấy tỷ giá VND/USD sẽ là khoản chi phí tăng thêm cao hơn mức chi phí thực nếu trái phiếu được định danh bằng đồng tiền này. Hiện nay tỷ giá VND/USD ngày càng tiến dần về giá trị thực trong mối quan hệ kinh tế với các nước trong khu vực, vì vậy xây dựng một mô hình dự báo với các biến số trong nền kinh tế là điều hoàn toàn hợp lý.

- Thời hạn trái phiếu

Thời hạn trái phiếu cũng là một yếu tố quan trọng. Bởi nếu ta chọn phát hành trái phiếu thời gian dài và với mức lãi suất cao do hệ số tín nhiệm thấp thì chi phí tài trợ sẽ rất cao.

Việt Nam đang trong giai đoạn hội nhập vào WTO, tiến hành tái cấu trúc hệ thống các DNNN và các ngân hàng, cải cách chính sách thu hút FDI. Đây là những yếu tố chủ yếu thể hiện hết trong mức tín nhiệm hiện nay. Một khi cải thiện được mức tín nhiệm, trong tương lai chúng ta sẽ phải trả phần bù này thấp xuống.

- Đồng tiền phát hành

Trái phiếu quốc tế hiện nay đa phần được phát hành bằng đồng đô la Mỹ. Chính do trong thời gian qua, đồng đô la Mỹ luôn là đồng tiền có thể lưu chuyển trong bất kỳ quốc gia nào, một phần là do tính ổn định của nó. Tuy nhiên, những biến động thường xuyên trong kinh tế và xã hội Mỹ phần nào đã làm thay đổi vị thế của nó trong thời gian gần đây.

Đồng tiền phát hành trái phiếu không chỉ được lựa chọn bằng một loại duy nhất, mà có thể là một danh mục các đồng tiền. Hơn nữa, thời hạn trái phiếu là quá dài để có thể chọn ra một đồng tiền nào đó là an toàn, do đó việc chọn một danh mục các đồng tiền có thể làm giảm thiểu rủi ro về sự tăng giảm giá trị của một đồng tiền. Vì vậy, phát hành trái phiếu quốc tế trong thời gian tới bên cạnh đồng đô la Mỹ, đồng Euro cũng là đồng tiền có thể đưa vào danh mục các đồng tiền phát hành.

- Lãi suất

Vấn đề không phải là chịu lãi suất cao hay thấp ở một thời điểm nào đó mà phải biết cách vận dụng thích hợp lãi suất dự báo để vạch kế hoạch vay và trả nợ phù hợp, sử dụng loại trái phiếu thích hợp.

Tr-ờng hợp cụ thể của Việt Nam, khi định giá trái phiếu theo trái phiếu kho bạc Mỹ (US Treasury), nên xét sự biến động của lãi suất US Treasury. Lãi suất này có độ chênh lệch nhất định nh- ng có cùng h-ớng đi với lãi suất cơ bản, nên nó bị ảnh h- ởng bởi những biến cố thuộc nền kinh tế Mỹ. Những nhân tố đó là lạm phát, mức cung tiền và tốc độ phát triển nền kinh tế của n- óc Mỹ.

Ta có thể xác lập mô hình hồi quy giữa phần trăm thay đổi lãi suất và các nhân tố trên. Nếu nền kinh tế tăng tr- ởng cao và ổn định, cung tiền hợp lý thì lạm phát nằm trong giới hạn kiểm soát đ- ợc, khi đó lãi suất ít biến động. Nếu kinh tế tăng tr- ởng cao nh- ng có tỷ lệ sinh lợi trong tổng thể nền kinh tế có dấu hiệu giảm bớt thì lạm phát bắt đầu xuất hiện, đầu t- giảm làm cung tiền bị thừa thì lãi suất bắt đầu giảm.

• Bên cạnh đó, sử dụng hiệu quả nguồn vốn vay từ phát hành trái phiếu quốc tế cũng là vấn đề cần phải l- u tâm:

- Rà soát nhu cầu thực tế của các doanh nghiệp lớn (nhóm ngành chiến l- ợc cần đầu t- mạnh mẽ) để h- ởng dẫn thủ tục phát hành trái phiếu quốc tế.

- Phải có kế hoạch khai thác và sử dụng nguồn vốn một cách hiệu quả và hợp lý. Việc sử dụng vốn huy động đúng mục đích, có hiệu quả sẽ làm tăng độ tín nhiệm cũng nh- làm tăng độ an toàn, khả năng hoàn trả nợ của chủ thể phát hành đối với nhà đầu t- n- óc ngoài. Kết quả này kéo theo việc phát hành trái phiếu quốc tế cho những lần kế tiếp sẽ dễ dàng hơn, khả năng đ- ợc chấp nhận sẽ cao hơn cũng nh- chi phí cho huy động sẽ giảm bớt khi niềm tin đ- ợc nâng lên.

3.3 Giải pháp nâng cao chất l- ợng phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ

Tình hình hiện nay hoàn toàn thích hợp tiếp tục để tiến hành *Đề án phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ*: hệ số tín nhiệm của Việt Nam gần đây đã đ- ợc nâng lên; ngân hàng Trung - ơng Mỹ ngừng tăng lãi suất, các nhà đầu t- tài chính đặc biệt quan tâm đến thị tr- ờng Châu . Trên cơ sở phân tích thực trạng trong lần

phát hành đầu tiên, các giải pháp đ- ọc trình bày tiếp theo nhằm h- ớng đến nâng cao chất l- ợng phát hành và tìm kiếm thời điểm thích hợp cho phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ.

3.3.1 Phân tích diễn biến thị tr- ờng tài chính quốc tế

Một trong những yếu tố quan trọng ảnh h- ớng đến giá cả của trái phiếu phát hành là tình hình lãi suất thực tế trên thị tr- ờng tài chính quốc tế tại thời điểm phát hành. Thông th- ờng giá trái phiếu đ- ọc tính dựa trên trái phiếu kho bạc Mỹ mà một trong những yếu tố cấu thành lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ là mức lãi suất cơ bản do Cục Dự trữ Liên bang Mỹ công bố.

Sau khi Việt Nam phát hành trái phiếu quốc tế, đã 2 lần FED tăng lãi suất, từ 3,75%/năm lên 4,25%/năm. Lãi suất của FED là bộ phận cấu thành nên lãi suất trái phiếu, tất nhiên cũng có ảnh h- ớng lên giá trái phiếu Việt Nam, song không lớn, bởi lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ không biến động mạnh trong thời gian gần đây. Hơn nữa, l- ợng cung - cầu trên thị tr- ờng của Việt Nam hiện nay vẫn còn lớn, do các nhà đầu t- ư đang kỳ vọng nhiều vào sự tăng tr- ởng kinh tế của Việt Nam sau khi gia nhập WTO. Cộng thêm các giao dịch trên thị tr- ờng thứ cấp đối với trái phiếu quốc tế của Việt Nam là rất tốt. Nh- vậy, thời hạn của trái phiếu của Chính phủ phát hành trong thời gian tới có thể đ- ọc dài hơn.

Bên cạnh đó, Chính phủ còn phải tìm hiểu về quy mô, giá cả của các loại trái phiếu mới phát hành của các quốc gia khác nhau trên thế giới cũng nh- dự tính quy mô của các đợt phát hành tiếp theo để có thể đánh giá chính xác mức cung trái phiếu trên thị tr- ờng.

3.3.2 Nâng cao hệ số tín nhiệm Chính phủ

Chi phí vay cho các lần phát hành trái phiếu Chính phủ cao hay thấp một phần lệ thuộc vào hệ số tín nhiệm của quốc gia. Hệ số tín nhiệm đ- ọc cải thiện thể hiện sự phát triển kinh tế tốt, các chính sách đ- ọc điều tiết phù hợp... vì vậy để nâng cao mức tín nhiệm của Chính phủ thì cần đến nhiều yếu tố:

- Giữ vững an ninh chính trị

Chủ tr- ơng của Việt Nam là luôn sống trong hòa bình hữu nghị với tất cả các n- ớc, kết hợp chặt chẽ phát triển kinh tế - xã hội với giữ vững an ninh - quốc phòng.

Trên thế giới, Việt Nam luôn đ-ợc xem là n-ớc có nền chính trị ổn định. Sau cuộc khủng bố 11/9 ở Mỹ, tình trạng không ổn định trên thế giới và khu vực, đã cho thấy Việt Nam đã nổi lên là một n-ớc có mức độ an toàn về kinh tế và ổn định về chính trị cao hơn cả.

- Chất l-ợng tăng tr-ởng kinh tế

Tăng tr-ởng của Việt Nam hiện nay có đ-ợc là nhờ vốn đầu t-, tăng c-ờng khai thác tài nguyên, số l-ợng lao động đông đảo. Đã đến lúc Việt Nam cần phải chuyển sang phát triển theo chiều sâu: tăng tr-ởng do năng suất lao động, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và nâng cao năng suất các nhân tố tổng hợp.

- Tiếp tục đổi mới về cơ chế quản lý điều hành theo định h-ớng kinh tế thị tr-ờng.

Đặc biệt là chính sách lãi suất và tỷ giá hối đoái. Đây là những nhân tố ảnh h-ởng đến cách đánh giá về xếp hạng tín nhiệm, thông qua các chỉ số về lãi suất và tỷ giá sẽ phản ánh thực trạng về cung cầu vốn, về năng lực cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị tr-ờng thế giới.

- Tăng c-ờng hiệu quả phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa trong hạn chế thâm hụt ngân sách d-ới 5% GDP, kiểm chế và kiểm soát lạm phát trong giới hạn hợp lý d-ới hai con số, ổn định cán cân thanh toán quốc tế.

- Đẩy mạnh tiến trình cải cách hành chính, nâng cao hiệu quả quản lý của bộ máy nhà n-ớc.

Kể từ năm 1998, Việt Nam đã có những tiến bộ đáng kể thông qua các ch-ơng trình cải cách đ-ợc sự hỗ trợ từ các n-ớc phát triển, trình độ chuyên môn của đội ngũ cán bộ quản lý nhà n-ớc trên các lĩnh vực không ngừng đ-ợc nâng cao, đặc biệt là kiến thức về kinh tế thị tr-ờng. Tuy nhiên, trong các cơ quan nhà n-ớc hiện nay nạn quan liêu, tham nhũng đang có dấu hiệu gia tăng, điều này ảnh h-ởng đến hiệu quả quản lý, chất l-ợng các công trình đầu t- giảm, làm nản lòng các nhà đầu t-.

- Công khai dự trữ ngoại hối

Công bố dự trữ ngoại hối là một nhân tố rất quan trọng trong việc đánh giá khả năng trả nợ quốc tế và làm tăng độ tin cậy của cộng đồng quốc tế đối với các

chính sách vĩ mô của quốc gia. Chính thức công bố dự trữ ngoại hối sẽ còn làm tăng điểm xếp hạng rủi ro quốc gia, cho phép mỗi n-ớc có thể tìm đ-ợc những nguồn vay nợ n-ớc ngoài với chi phí rẻ hơn.

Một số các quốc gia Đông , vẫn duy trì chế độ tỉ giá cố quản lý cùng một số hạn chế nhất định trong việc tự do hóa dòng vốn, song nói chung các n-ớc này đều công khai dự trữ ngoại hối của mình, khác với Việt Nam hiện vẫn xem số liệu dự trữ ngoại hối là một bí mật quốc gia.

3.3.3 Quản lý quá trình sử dụng nguồn vốn vay từ trái phiếu Chính phủ

Phát hành trái phiếu quốc tế là hình thức vay th-ơng mại, đ-a vào hoạt động sản xuất kinh doanh và thanh toán nợ khi tới hạn. Ngoài ra việc hoãn hoặc gia hạn nợ gốc là điều không đơn giản vì chủ thể phát hành cần phải đàm phán với tất cả trái chủ (hoặc đại diện của họ), điều này làm ảnh h-ởng lâu dài uy tín của quốc gia, ảnh h-ởng đến đợt phát hành tiếp theo cũng nh- các khoản vay n-ớc ngoài khác.

Nh- hiện nay, đảm nhận việc quản lý và sử dụng hiệu quả nguồn tiền tạm thời nhàn rỗi cũng nh- cơ chế đảm bảo ngoại tệ trả lãi hàng năm cho các nhà đầu t- trái phiếu hoàn toàn dựa vào ngân hàng phục vụ BIDV. Đây là trách nhiệm vô cùng nặng nề. Vì vậy, cần sự tham gia của kiểm toán Nhà n-ớc và sớm thiết lập một cơ chế giám sát từ bên ngoài, từ thị tr-ờng đối với các các tổng công ty. Cơ chế giám sát này chỉ có đ-ợc khi các tổng công ty đ-ợc cổ phần hóa, và cổ phiếu của các tổng công ty này đ-ợc niêm yết trên thị tr-ờng chứng khoán để mọi nhà đầu t- có thể giám sát mọi hoạt động kinh doanh sản xuất của tổng công ty. Chỉ khi nào thiết lập đ-ợc cơ chế nh- vậy thì chúng ta mới có thể an tâm hơn về các khoản vay nợ từ n-ớc ngoài cho các tổng công ty nhà n-ớc. Trung Quốc đã mạnh dạn với giải pháp này, mới đây nhất Ngân hàng Xây dựng Trung Quốc đã đ-ợc đ-a niêm yết ở thị tr-ờng chứng khoán. Còn ở Việt Nam, ch- a có tổng công ty nào đ-ợc giám sát qua thị tr-ờng chứng khoán.

3.4 Đẩy mạnh triển khai và thúc đẩy phát hành trái phiếu quốc tế của doanh nghiệp.

Một số doanh nghiệp đã tuyên bố sẽ phát hành trái phiếu quốc tế, tính đến tháng 9/2006, đã có 7 doanh nghiệp lớn nộp hồ sơ lên Bộ Tài chính xin phát hành trái phiếu quốc tế. Qua xem xét hồ sơ, chỉ có thể tạm chấp nhận 4 tr-ờng hợp. Bộ Tài chính đã có đề án báo cáo với Chính phủ, nh-ng hiện nay Chính phủ ch-a có ý kiến quyết định. Mặc dù, các doanh nghiệp đều có mong muốn "khát khao" về vốn, nh-ng bản thân các doanh nghiệp vẫn tồn tại một số hạn chế:

- Uy tín các doanh nghiệp trên tr-ờng quốc tế ch-a cao.
- Chi phí cho việc phát hành trái phiếu ra thị tr-ờng quốc tế là khá lớn.
- Ch-a có kinh nghiệm thực tế trong việc xây dựng kế hoạch huy động vốn thông qua kênh phát hành trái phiếu quốc tế.
- Các doanh nghiệp vẫn ch-a thực hiện tốt vấn đề công bố thông tin.

Vì vậy, các doanh nghiệp khi mới tiếp cận với kênh huy động vốn này cần nghiên cứu, chuẩn bị các yếu tố cần thiết cho việc lập kế hoạch phát hành trái phiếu; phải tính toán cân nhắc giữa lợi ích vay vốn và chi phí vay... Những giải pháp d-ới đây phần nào hỗ trợ cho việc triển khai đề án doanh nghiệp phát hành trái phiếu quốc tế.

3.4.1 Tăng tốc cho tiến trình tái cấu trúc các DNNN

Khu vực DNNN tuy chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu nền kinh tế nh-ng vẫn bị coi là một trong những thành phần trì trệ nhất. Ng-ợc lại với sự kém hiệu quả trong hoạt động, các DNNN vẫn đóng vai trò chủ đạo trong việc cung cấp một phần lớn hàng hóa và dịch vụ cơ bản cho xã hội. Điều đó cho thấy sự bất ổn tiềm ẩn trong cơ cấu nền kinh tế, nếu không có sự cải cách mạnh bạo hơn từ khu vực nhà n-ớc để cải thiện tình hình thì nguy cơ tụt hậu của nền kinh tế là không thể tránh khỏi trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế.

Trong giai đoạn 2001-2005, trong số 5.655 doanh nghiệp quốc doanh thì 3.590 doanh nghiệp đã đ-ợc tái cơ cấu, trong đó có 2.347 doanh nghiệp cổ phần hóa. Tiến trình cải cách thời gian qua đã đạt đ-ợc một số b-ớc tiến nhất định, song nhìn chung hiệu quả thu đ-ợc vẫn thấp hơn mong muốn và còn rất chậm. Nguyên nhân

tiến trình cổ phần hóa, một trong những phương thức cải cách hết sức quan trọng đối với khu vực DNNN lại thường xuyên không đạt kế hoạch đặt ra là yếu tố ảnh hưởng lớn đến tiến độ cải cách.

Thời gian qua tiến độ cổ phần hóa diễn ra chậm, nguyên nhân xuất phát từ nhận thức về cổ phần hóa chưa được nhất quán trong các cấp, các ngành và các cơ sở. Không ít cán bộ quản lý doanh nghiệp và một số cấp quản lý chưa thực sự quyết tâm tiến hành cổ phần hóa, còn do dự. Nhất là khi cổ phần hóa bộ phận doanh nghiệp hoặc doanh nghiệp thành viên các Tổng công ty, do lo ngại bị giảm doanh thu, vốn, tài sản, lợi nhuận, giảm quy mô và xếp hạng của công ty, Tổng công ty không còn đơn vị để trực tiếp quản lý. Với người lao động, do chưa hiểu rõ thực chất và lợi ích của quá trình chuyển DNNN thành cổ phần hóa nên họ lo sợ công việc và thu nhập sẽ không được đảm bảo khi mất đi sự bảo hộ của Nhà nước. Tình trạng dựa vào Nhà nước khiến họ ngại có sự thay đổi và xáo trộn trong công việc.

3.4.2 Khuyến khích doanh nghiệp tự phát hành trái phiếu quốc tế

Với tình hình hiện nay, đề án phát hành trái phiếu quốc tế đã được một số doanh nghiệp tiến hành chuẩn bị, nhưng nhìn chung vẫn còn hạn chế xuất phát từ bản thân các doanh nghiệp. Đó là sức cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam còn yếu, uy tín và kinh nghiệm trên thị trường quốc tế còn ít, hạn chế về tình hình tài chính, chưa được kiểm toán và đánh giá định mức tín nhiệm... nên việc doanh nghiệp tự phát hành trái phiếu quốc tế sẽ gặp nhiều khó khăn. Như vậy, để có thể tiếp cận phương thức vay vốn thông qua phát hành trái phiếu quốc tế, bên cạnh việc các doanh nghiệp vay lại Chính phủ nguồn vốn vay từ phát hành trái phiếu quốc tế, thì hình thức doanh nghiệp phát hành và Chính phủ bảo lãnh là phù hợp với các đối tượng các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay. Doanh nghiệp có thể dựa vào năng lực và hệ số tín nhiệm của Chính phủ đã được các nhà đầu tư quốc tế công nhận mà không phải thực hiện lại các bước đi phức tạp từ đầu như tiếp xúc với các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm và thực hiện quảng bá, xúc tiến với các nhà đầu tư.

Tuy nhiên đây chỉ là hình thức vay thích hợp trong giai đoạn hiện nay, về lâu dài mục tiêu cuối cùng vẫn phải là doanh nghiệp tự đứng ra phát hành trái phiếu quốc tế. Vì vậy, bên cạnh sử dụng nguồn vốn vay một cách có hiệu quả, các doanh nghiệp này cần chú trọng từng bước nâng cao năng lực bản thân doanh nghiệp về tài chính, minh bạch công khai thông tin.

Thành lập hệ thống kiểm soát nội bộ hữu hiệu, một hệ thống tài chính công khai, minh bạch, một cơ chế giám sát và kiểm soát hợp lý để đảm bảo thông tin, số liệu là thực và chính xác. Đây là giải pháp đã được áp dụng ở Việt Nam từ khi hình thành doanh nghiệp nh- ng hiệu quả kiểm soát nội bộ vẫn ch- a thể hiện hết vai trò của nó trong quản trị doanh nghiệp. Chính vì vậy ban kiểm soát của doanh nghiệp cần phải học hỏi tiếp cận những ph- ong pháp hiện đại trên thế giới. Mặt khác, báo cáo kiểm soát cần phải được cung cấp thường xuyên tạo điều kiện để nhà đầu tư trong và ngoài nước tiếp cận thông tin của doanh nghiệp một cách thường xuyên. Ngoài ra, còn cho thấy hiệu quả hoạt động của ban kiểm soát.

Tự phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phát hành tự giới thiệu mình, nâng cao uy tín doanh nghiệp đối với các đối tác và khách hàng, ảnh hưởng tích cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh, nhất là trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế nh- hiện nay.

3.4.3 Tham gia đánh giá định mức tín nhiệm

Định mức tín nhiệm được dùng để đo lường mức độ rủi ro gắn liền với một khoản đầu tư nào đó. Một xếp hạng cao không đồng nghĩa là một khoản đầu tư tốt hơn so với một xếp hạng thấp hơn. Một hệ thống xếp hạng khách quan là phải cung cấp các đầu vào cần thiết để ra các quyết định đầu tư đúng đắn, đã được điều chỉnh theo mức rủi ro trong một khoảng thời gian ngắn nhất.

Các doanh nghiệp khi được đánh giá định mức tín nhiệm bởi tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín sẽ thuận lợi hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn. Một khi doanh nghiệp kinh doanh hiệu quả, có hệ số tín nhiệm cao thì định mức tín nhiệm là phương thức tốt để quảng bá hình ảnh của doanh nghiệp. Ngoài ra, căn cứ vào hệ số tín nhiệm mà các tổ chức định mức tín nhiệm công bố, doanh nghiệp có thể ý thức được khả năng thanh toán nợ và khả năng huy động vốn của mình trên thị

tr- ờng. Từ đó có các biện pháp xây dựng cơ cấu tài chính và có chính sách đầu t- thích hợp để phát triển doanh nghiệp.

Một vấn đề mà các doanh nghiệp Việt Nam cần chú ý đó là chi phí khi thực hiện đánh giá tín nhiệm. Hiện nay theo các tổ chức đánh giá hệ số tín nhiệm quốc tế, chi phí để doanh nghiệp đánh giá tín nhiệm lần đầu là 60.000 USD, tiếp tục theo dõi và đánh giá tín nhiệm hàng năm sẽ có chi phí khoảng 40.000 USD/năm. Đây là khoản chi phí t- ơng đối lớn đối với các doanh nghiệp Việt Nam, vì vậy khi lập đề án vay vốn từ phát hành trái phiếu quốc tế các doanh nghiệp cần phải cân nhắc giữa chi phí, số l- ợng vốn huy động và lợi ích của các dự án đ- ợc hình thành từ nguồn vốn vay này mang lại.

3.4.4 Lựa chọn đối tác bảo lãnh phát hành

Để nâng cao mức tín nhiệm của doanh nghiệp phát hành trong quá trình tiếp cận nguồn vốn, cần thiết phải có ng- ời bảo lãnh phát hành. Thông th- ờng có thể là một tập đoàn tài chính hoặc một ngân hàng đầu t- có uy tín, có kinh nghiệm trên thị tr- ờng vốn quốc tế, hoặc đã từng giúp Chính phủ phát hành. Việc lựa chọn sẽ thông qua ph- ơng thức đấu thầu cạnh tranh để đảm bảo có lợi nhất cho doanh nghiệp phát hành. Vì vậy các định chế tài chính quốc tế, hoặc các ngân hàng lớn sẽ là tổ chức mà các doanh nghiệp cần lựa chọn làm nhà bảo lãnh phát hành.

3.4.5 Tập trung vào các dự án đem lại nguồn thu ngoại tệ

Phát hành trái phiếu quốc tế là một vấn đề vay vốn có liên quan trực tiếp đến ngoại tệ nên có thể các doanh nghiệp sẽ bị tác động bất lợi bởi yếu tố tỷ giá khi thị tr- ờng biến động.

Dự báo và hạn chế rủi ro ngoại hối là vấn đề vô cùng khó khăn, ngay cả bản thân các ngân hàng. Lựa chọn những dự án đầu t- đem lại nguồn thu ngoại tệ là một hình thức hỗ trợ doanh nghiệp hạn chế rủi ro tỷ giá trong t- ơng lai tại thời điểm trả lãi hoặc thanh toán nợ gốc.

3.4.6 Tận dụng nhà đầu t- là các đối tác kinh doanh n- ớc ngoài sẵn có

Các ngân hàng, doanh nghiệp đặc biệt là các doanh nghiệp kinh doanh xuất nhập khẩu cần phải tận dụng các đối tác kinh doanh n- ớc ngoài hiện hữu của mình. Đây chính là các nhà đầu t- thực sự mà các doanh nghiệp cần nhắm tới khi

bắt đầu chuẩn bị lập đề án phát hành trái phiếu quốc tế. Bởi vì, đây chính là các nhà đầu tư thực sự mong muốn nắm giữ trái phiếu của doanh nghiệp nhằm mục đích tài trợ vốn trong kinh doanh.

Kết luận chương 3

Từ những định hướng giải pháp tài chính trong 5 năm tới, trên cơ sở đó đưa ra những giải pháp phát triển mang tính đồng bộ từ trái phiếu quốc tế nói chung đến các giải pháp cho từng đối tượng phát hành Chính phủ, doanh nghiệp. Kết hợp nỗ lực tham gia từ nhiều phía trong đó Bộ Tài chính phải đóng vai trò chủ đạo nhằm đưa ra những triển khai thực hiện thích hợp mục tiêu của từng thời kỳ là điều vô cùng cần thiết để phát hành trái phiếu quốc tế thực sự mở ra một kênh huy động vốn mới cho nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn phát triển sắp tới.

KẾT LUẬN

Phát hành trái phiếu quốc tế có những khó khăn và thuận lợi nhất định, nếu nh- có ph- ơng án phát hành và sử dụng vốn vay hợp lý thì hoạt động sẽ mang lại hiệu quả cho toàn bộ nền kinh tế, kích thích nền kinh tế phát triển mạnh hơn; nếu sử dụng nguồn vốn này không hiệu quả, nó sẽ tác động tiêu cực đến nền kinh tế, kìm hãm sự phát triển kinh tế của quốc gia. Do đó, phát hành trái phiếu quốc tế là việc làm cần phải đ- ợc cân nhắc kỹ l- ỡng.

Những đề xuất trong đề tài chỉ dừng lại các giải pháp chủ yếu với mong muốn phát hành trái phiếu quốc tế trở thành kênh huy động vốn mới hỗ trợ các hình thức huy động vốn trong và ngoài n- ớc đã và đang tồn tại. Tuy nhiên, đề tài không tránh khỏi những thiếu sót trong quá trình phân tích và phát triển giải pháp.

Tóm lại, với thực trạng kinh tế Việt Nam hiện nay, phát hành trái phiếu quốc tế huy động vốn từ bên ngoài là giải pháp huy động nguồn vốn dài hạn hiệu quả cho doanh nghiệp và góp phần vào công cuộc phát triển nền kinh tế Việt Nam. Bên cạnh đó, đây cũng là cách để Việt Nam quảng bá những chuyển biến tích cực trong thời gian qua và cũng là cách khẳng định quyết tâm hội nhập với nền kinh tế quốc tế.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

tư liệu tiếng Việt

1. TS. Dương Tấn Diệp (2001), “*Kinh tế vĩ mô*”, Nhà xuất bản Thống kê.
2. Nguyễn Quốc Đồng (2002), □ *Việt Nam và vấn đề phát hành trái phiếu quốc tế*”, Công trình dự thi giải thưởng Sinh viên nghiên cứu khoa học, trường Đại học Kinh tế Tp.HCM.
3. Võ Thành Đức (1997), □ *Xây dựng cơ cấu đầu tư trái phiếu nhằm tối ưu hóa lợi nhuận*”, Luận văn thạc sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế Tp.HCM.
4. Nguyễn Thị Bạch Lan, Nguyễn Hoài An (2005), “*Minh bạch thông tin □ giải pháp chiến lược thu hút đầu tư nước ngoài để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam*”, Công trình dự thi giải thưởng Sinh viên nghiên cứu khoa học, trường Đại học Kinh tế Tp.HCM.
5. Nguyễn Thị Thúy Nga (2005), □ *Thực trạng và giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam*”, Luận văn thạc sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế Tp.HCM.
6. TS. Trần Đắc Sinh (2002), “*Định mức tín nhiệm tại Việt Nam*”, Nhà xuất bản Thống kê.
7. TS. Nguyễn Văn Tiến (2000), □ *Tài chính quốc tế hiện đại trong nền kinh tế mở*”, Nhà xuất bản Thống kê.
8. PGS.TS Trần Ngọc Thơ, TS Nguyễn Ngọc Định (2005), □ *Tài chính quốc tế*”, Nhà xuất bản Thống kê.
9. GS. TS Lê Văn Tư (2005), “*Thị trường chứng khoán*”, Nhà xuất bản Thống kê.
10. TS. Bùi Kim Yến (2006), “*Giáo trình Thị trường chứng khoán*”, Nhà xuất bản Lao động xã hội.

tư liệu báo chí vụ t¹p chí

1. Mạnh Bôn (tháng 11/2005), “Khởi động vốn quốc tế_ đợt phát hành trái phiếu quốc tế hợp lý cả về thời điểm và lãi suất”, *Tạp chí Đầu t- chứng khoán*,(Số 309), trang 18.
2. Bùi Trí Dũng (tháng 5/2004), “Phát hành trái phiếu quốc tế: Ưu điểm, thuận lợi-khóa khản và hạn chế”, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*, (Số 5), trang 15-18.
3. Th.S Trần thị Xuân Hiền, Nguyễn thị Thanh Xuân (tháng 11/2005), “Các doanh nghiệp phát hành trái phiếu quốc tế-Những thuận lợi và khó khản”, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*, (Số 11), trang 38-40.
4. Th.S Diệp Gia Luật (tháng 2/2006), “Nghiên cứu phát hành trái phiếu chính phủ ra thị tr- ờng quốc tế”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*.
5. Đặng Văn Thanh (2005), “Phát triển tài chính Việt Nam giai đoạn 2001-2005 và định h- ớng giai đoạn 2006-2010”, *Tạp chí Cộng Sản*, Số 92.
6. PGS.TS Trần Ngọc Thơ (tháng 5/2006), “Phát hành trái phiếu quốc tế ”, *Tạp chí Nhà quản lý*, trang 24-25.
7. PGS.TS Trần Ngọc Thơ (tháng 12/2005), “Xu h- ớng t- nhân hóa tài trợ cán cân thanh toán”, *Tuần báo Tuổi trẻ Chủ Nhật*.
8. TS. Nguyễn thị Ngọc Trang (tháng 12/2005), “Giải pháp cho việc điều hành chính sách tỷ giá ở Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*.
9. TS. Nguyễn thị Ngọc Trang (tháng 6/2006), “Dự trữ ngoại hối và cung cầu ngoại tệ của Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*.
10. Th.S Trần Anh Tuấn (tháng 7/2003), “Một vài suy nghĩ về vấn đề phát hành trái phiếu quốc tế”, *Nội san Kinh tế*, Viện kinh tế Tp.HCM.
11. *Báo Ng- ời lao động*: các số năm 2006.
12. *Các Thông t- và Nghị định* của Chính phủ có liên quan.
13. *Thời báo kinh tế Việt Nam*: các số từ 2003 đến năm 2006.

1. Benjamin H. Cohen(2005),”*Currency choice in international bond issue*”, BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements.
2. International Monetary Fund(Nov/2003),”*Acces to International Capital Markets for first-time sovereign issuers*”.
3. Jeffery D Amato(2006),”*The international debt securities market*”, BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements.
4. International Monetary Fund(2006),”*Statistical Appendix*”.
5. Moody’s Investor Service(2004),”*Moody’s rating symbols and definition*”.
6. Merrill Lynch(2002),”*Size and Structure of the World Bond Market:2002* ”.

Phô lôc 1

Thang ®iÓm mœc ®é tÝn nhiÖm ®èi víi c,c kho¶n vay
vèn dui h¹n cña c,c c«ng ty ®,nh gi, hÖ sè tÝn
nhiÖm.

Moody's	S&P	Mức điểm	Nội dung
Aaa	AAA	Điểm tối đa	Khoản nợ này đ- ợc đánh giá vào hạng mạnh nhất, có khả năng hoàn trả cả gốc và lãi cực mạnh
Aa	AA	Điểm cao	Đây là mức đ- ợc đánh giá cao trong việc trả nợ cả gốc và lãi, nh- ng thấp hơn mức trên rất nhỏ
A	A	Điểm trung bình khá	Khoản nợ này đ- ợc đánh giá là có khả năng vừa đủ mạnh để hoàn trả nợ gốc và lãi mạnh, có độ nhạy cảm cao hơn với các tác động bất lợi của điều kiện và hoàn cảnh kinh tế so với các nhóm trên.
Baa	BBB	Điểm trung bình	Đây là khoản nợ đ- ợc đánh giá có khả năng vừa đủ mạnh để hoàn trả nợ gốc và lãi, nhạy cảm mạnh hơn tr- ớc các tác động bất lợi của các điều kiện và hoàn cảnh so với các nhóm trên
Ba	BB	Điểm đầu cơ	Đ- ợc đánh giá là có ít rủi ro vỡ nợ, song lại phải đối mặt với khả năng thanh toán gốc và lãi thấp do những điều kiện tài chính kinh tế bấp bênh của nhà phát hành.
B	B	Điểm đầu cơ rõ ràng	Đây là khoản nợ dễ bị rủi ro phá sản hơn, nh- ng hiện tại vẫn có khả năng thanh toán cả gốc và lãi.
Caa	CCC		Khoản nợ này có khả năng rủi ro vỡ nợ lớn, việc thanh toán gốc và lãi phụ thuộc vào điều kiện tài chính, kinh tế của nhà phát hành.
Ca	CC		Có tính chất đầu cơ cao nh- ng lại th- ờng bị vỡ nợ hoặc những khiếm khuyết đáng l- u ý khác.
C	C		Khoản nợ đ- ợc xác định ở mức độ tín nhiệm này có khả năng thanh toán cả gốc và lãi thấp, khả năng vỡ nợ lớn.
	D		Khoản nợ này có khả năng vỡ nợ cực lớn, hoặc sẽ bị vỡ nợ khi đến hạn thanh toán.

Ghi chú

- Moody kèm theo các số 1,2 và 3 sau mỗi các xếp loại từ Aa đến Caa; số 1 biểu diễn mức cao nhất trong một mức xếp hạng, số 2 là mức trung bình, và số 3 là

mức thấp nhất trong một mức xếp hạng. S&P sử dụng kèm theo sau mỗi xếp hạng là các dấu +, -

<i>Ví dụ:</i>	<u>Moody</u>	<u>S&P</u>
	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-
	A1, A2, A3	A+, A, A-
	Baa1, Baa2, Baa3	BBB+, BBB, BBB-
	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-
	B1, B2, B3	B+, B, B-
	Caa1, Caa2, Caa3	CCC+, CCC, CCC-

- Thông thường, mỗi mức thấp hơn thì tỉ lệ bù cộng thêm 0.15% -> 0.25%; tuy nhiên từ Baa3 xuống Ba1 tỉ lệ bù có thể 0.50% hoặc hơn

Phô lôc 2

Kinh nghiệm phát hành lần đầu trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn quốc tế³

Có rất nhiều quốc gia lần đầu tiếp cận thị trường vốn quốc tế. Tuy nhiên, rất ít nghiên cứu chỉ ra các nhân tố quyết định thành công của các quốc gia trong lần đầu phát hành trái phiếu quốc tế và những đặc trưng của các công cụ nợ liên quan. Bài viết này sẽ tập trung vào mục tiêu trên thông qua nghiên cứu các quốc gia trong thị trường mới nổi gồm 5 nước (Bulgaria, Cộng Hòa Dominic, Iran, Ai Cập và Peru) trong giai đoạn 2001-2002; đây là những quốc gia thu hút được nhiều sự quan tâm trên thị trường vốn quốc tế trong lần đầu phát hành. Nghiên cứu dựa trên kinh nghiệm của các quốc gia, phân tích mang tính chất kinh nghiệm, và cũng được mở rộng ra đối với các thành viên trên thị trường mới nổi về vấn đề pháp lý, các công ty đánh giá hệ số tín nhiệm.

A. Đặc trưng của các quốc gia được khảo sát

- Mục tiêu tiếp cận thị trường vốn quốc tế

Gia tăng nguồn vốn đáp ứng nhu cầu tình hình tài chính quốc gia luôn là mục tiêu hàng đầu. Mong muốn đa dạng hoá nguồn vốn hoặc bổ sung vào dự trữ ngoại hối cũng là mục tiêu quan trọng được các quốc gia theo đuổi. Bên cạnh đó, việc tiếp cận thị trường vốn quốc tế cũng nhằm tạo ra chuẩn mực tín dụng của quốc gia nhằm hỗ trợ cho các phát hành trong tương lai của chính phủ, chính quyền địa phương, doanh nghiệp khu vực nhà nước, và khu vực tư nhân.

- Tình hình kinh tế trong nước

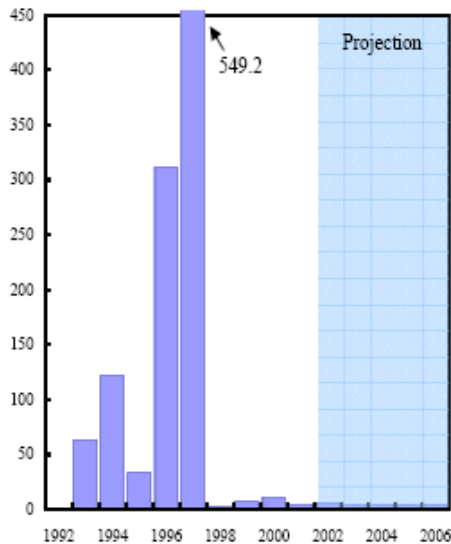
Các nghiên cứu cho thấy, các quốc gia này nên có tình trạng kinh tế trong nước mạnh, viễn cảnh kinh tế hứa hẹn, và tình trạng chính trị ổn định.

-Các chỉ số kinh tế đạt mức cao trong nhiều năm: tốc độ tăng trưởng kinh tế thực tăng, thất nghiệp giảm, và mức lạm phát nằm trong tầm kiểm soát. Ví dụ như Bulgaria có GDP thực tăng khoảng 4% giai đoạn 1998-2000, và đạt 4.5% trong năm

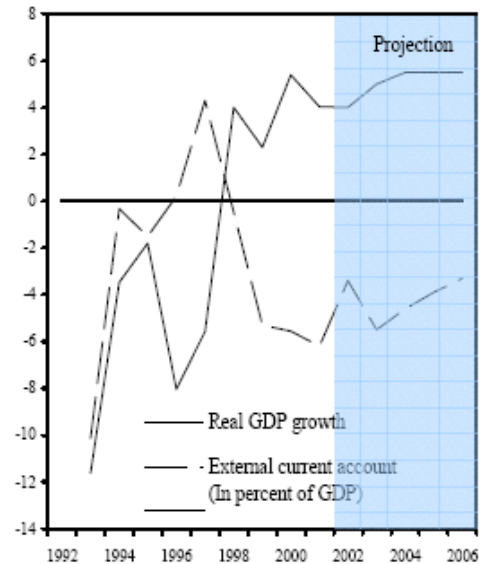
³ Thuật ngữ “phát hành lần đầu” bao hàm cả ý nghĩa sự trở lại của một quốc gia sau một thời gian dài không phát hành trái phiếu quốc tế. Đây là bài tóm tắt từ bài “Access to International Capital Markets for First-time Sovereign Issuers” của Quỹ tiền tệ thế giới IMF

2001(năm phát hành trái phiếu quốc tế lần đầu); mức lạm phát trong giai đoạn này gần bằng với các quốc gia là đối tác thương mại với Bulgaria.

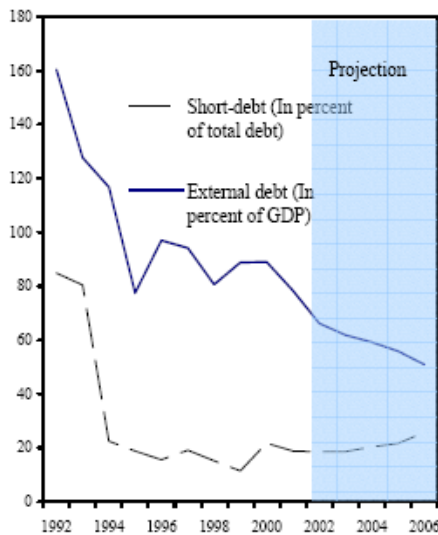
Tình hình kinh tế trong nước thuận lợi không chỉ là điều kiện cần cho lần đầu phát hành trái phiếu Chính phủ mà còn rất cần thiết cho những lần phát hành tiếp theo.



Lạm phát ở Bulgaria



Tăng trưởng và tài khoản vãng lai của Bulgaria



Nợ nước ngoài của Bulgaria

-Đa số các quốc gia được nghiên cứu đều có tài khoản vãng lai bị thâm hụt lớn tại thời điểm phát hành, nhưng được tài trợ từ vốn đầu tư trực tiếp FDI và các luồng chính thức như khoản vay từ khu vực tư nhân...

-Quan điểm tài chính thận trọng là cốt lõi trong quản lý kinh tế vĩ mô của các quốc gia khi tiếp cận thị trường vốn quốc tế.

-Tạo dựng sự đánh giá tích cực về khả năng thành toán nợ từ các thành viên thị trường vốn.

- Thiết lập cơ chế quản lý minh bạch chính sách tiền tệ.

-Mặc dù có nhiều cơ chế quản lý tỷ giá khác nhau, nhưng nhìn chung các quốc gia có tỷ giá tương đối ổn định trong thời điểm phát hành.

-Các quốc gia nỗ lực thực hiện cải cách kinh tế hướng ra bên ngoài: gia tăng sự tham gia khu vực tư nhân trong nền kinh tế, chấp nhận sự điều tiết của thị trường ...

-Tình hình chính trị trong nước ổn định.

-Hệ số tín nhiệm giữ vai trò quan trọng trong lần phát hành đầu tiên, vì đây là cách tạo uy tín tín dụng đối với nhà đầu tư: tất cả 5 quốc gia đều chọn nghiên cứu đều tham gia đánh giá hệ số tín nhiệm trước khi phát hành trái phiếu quốc tế; đa số các quốc gia này đều đánh giá từ mức BBB- trở lên.

Bên cạnh đó, góp phần vào thành công cũng cần có điều kiện thích hợp từ tình hình chung của thế giới: tình hình lãi suất thị trường, tình hình chính trị, đa dạng hóa nhu cầu của các nhà đầu tư quốc tế...

B. Đặc điểm của trái phiếu phát hành

Trong việc quyết định đặc điểm của trái phiếu quốc tế phát hành lần đầu, các quốc gia cần xem xét những câu hỏi sau:

- Các quốc gia nên chuẩn bị thế nào khi thông tin bất cân xứng hoặc thiếu hệ số tín nhiệm?
- Nhà đầu tư nào mà quốc gia cần hướng tới?
- Tổng số lượng phát hành là bao nhiêu?
- Thời hạn của trái phiếu là bao lâu?
- Trái phiếu nên được định danh bằng đồng tiền nào?
- Nên phát hành trái phiếu lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi?
- Nên thanh toán một lần khi tới hạn hay thanh toán từng lần?
- Trái phiếu nên đăng ký và niêm yết ở đâu?

-Kết quả nghiên cứu đã nêu ra sự quan trọng của hệ số tín nhiệm. Hệ số tín nhiệm cung cấp thông tin và đánh giá khả năng thanh toán đúng hạn của quốc gia; hệ số tín nhiệm cũng cho phép chủ thể phát hành tìm được nhà đầu tư chiến lược lớn thích hợp đầu tư vào các chứng khoán đã được xếp hạng tín nhiệm.

-Về khối lượng trái phiếu phát hành của các quốc gia từ 225-1.500 triệu USD.

Ai Cập và Peru có khối lượng trái phiếu phát hành nhiều nhất, riêng trường hợp Peru số lượng phát hành bao gồm chuyển đổi trái phiếu Brandy thành trái phiếu toàn cầu tương ứng 923 triệu USD và phát hành mới 500 triệu USD.

Đặc điểm của các trái phiếu phát hành lần đầu

	Bulgaria	Cộng hòa Dominic	Ai Cập	Iran	Peru	
Ngày phát hành	12/11/01	20/09/01	29/6/01	7/02	06/02/02	
Khối lượng(triệu)	250 Euro	500 USD	500 USD	1.000 USD	625 Euro	1.423 USD
Thời hạn(năm)	5.25	5	5	10	5	10
Giá(% so với mệnh giá)	98,86	100	99,63	99,88	99,23	97,73
Lãi suất Coupon(%)	7,25	9,5	7,625	8,75	8,75	9,125
Tỷ lệ bù(điểm)	376	569	275	335	425	455
Lãi suất(%)	7,51	9,73	7,87	8,96	8,95	9,48
Mức tín nhiệm(S&P)	BB	BB-	BBB-	BBB-	BB-	BB-

Nguồn: Bloomberg and Bondware

Khối lượng trái phiếu mới phát hành nên phù hợp với chiến lược quản lý nợ an toàn. Theo mẫu nghiên cứu khối lượng phát hành phụ thuộc vào: nhu cầu về vốn của từng quốc gia, quy mô thị trường tài chính trong nước và cần thiết tạo lập chuẩn trái phiếu Chính phủ. Các quốc gia phải hiểu rõ nhu cầu về vốn cả trong ngắn hạn lẫn trung hạn. Điều này là bước khởi đầu không chỉ tìm ra khối lượng trái phiếu phát hành mà còn đưa ra chiến lược trong dài hạn tiếp cận thị trường vốn quốc tế. Quy mô của thị trường tài chính trong nước cũng liên quan mật thiết đến quyết định phát hành trái phiếu cả trong nước lẫn nước ngoài.

Ngoài ra, nhu cầu nhà đầu tư trong một vài trường hợp cũng là yếu tố quyết định khối lượng phát hành.

- Thời hạn

Lần đầu phát hành, trái phiếu các quốc gia đa số có thời hạn 5 năm. Do các quốc gia muốn tránh mức lãi suất quá cao trong lần phát hành đầu tiên. Vì đây là lần đầu giới thiệu ra thị trường vốn quốc tế, các quốc gia cũng mong muốn tìm kiếm những nhà đầu tư phù hợp là những người quan tâm đến trái phiếu thời hạn 5 năm; nên là một cách để quản trị rủi ro thị trường liên quan đến những trái phiếu này.

Như vậy việc chọn thời hạn của trái phiếu phụ thuộc vào chi phí của các thời hạn khác nhau, sự ưa thích của nhà đầu tư. Tuy nhiên thời hạn phát hành cũng tùy thuộc vào thị trường phát hành chẳng hạn như thị trường Mỹ chấp nhận trái phiếu có thời hạn dài hơn thị trường Châu Âu.

- Đồng tiền định danh

Đồng tiền định danh được các quốc gia này sử dụng cho lần phát hành đầu tiên chủ yếu là đồng đô la Mỹ. Việc chọn lựa tiền tệ tùy thuộc vào nhiều nhân tố, bao gồm: mục tiêu của phát hành trái phiếu, khả năng dòng ngoại tệ mà quốc gia phát hành nhận được do đầu tư vốn vay từ lần phát hành trái phiếu, sự mong muốn nhà đầu tư, chi phí liên quan.

- Lãi suất trái phiếu

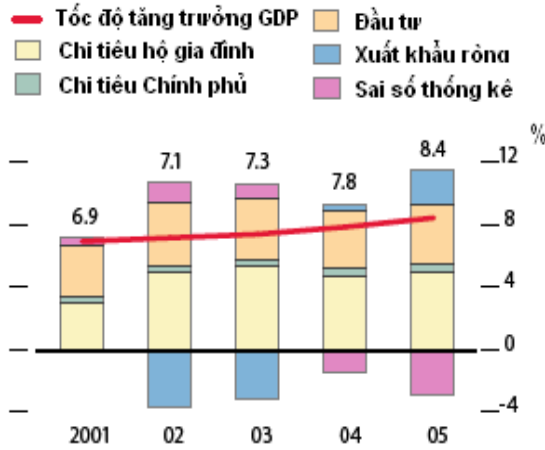
Quyết định chọn trái phiếu với lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi hầu như liên quan đến các nhân tố khác nhau: sự ưa thích của các nhà đầu tư tìm kiếm; chi phí liên quan; khả năng thanh toán đúng hạn. Trong đó sự ưa thích nhà đầu tư đối với lãi suất cố định là yếu tố quan trọng để các Chính phủ quyết định nên phát hành lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi. Nếu cần thiết, Chính phủ có thể thực hiện hoạt động chuyển đổi để bảo hiểm rủi ro lãi suất.

- Nhà đầu tư

Việc chọn lựa nhà đầu tư chiến lược gần như là bước đi quan trọng, ảnh hưởng cả chiến lược tiếp cận thị trường vốn quốc tế và việc chọn lựa loại trái phiếu phát hành. Theo kết quả nghiên cứu, đầu tiên các quốc gia nên hướng đến nhà đầu tư sẵn có. Nhà phát hành mới cũng nên xác định những nhà đầu tư “tài trợ”, hoặc nhà đầu tư “ăn theo”. Qua thời gian, các quốc gia sẽ được lợi trong việc mở rộng và phân nhóm các nhà đầu tư.

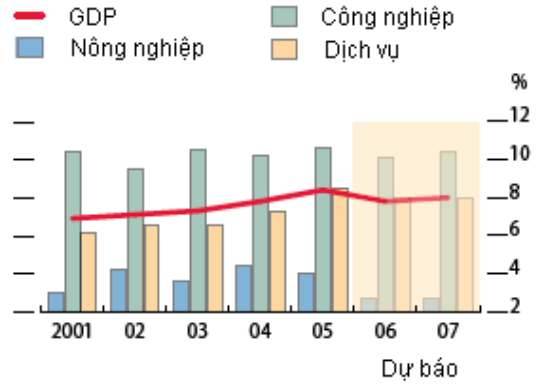
Phô I ôc 3: Sè I iôu v m biôu ®ã kinh t Õ ViÕt Nam

Biểu đồ 1: Các nhân tố trong tăng tr- ởng GDP



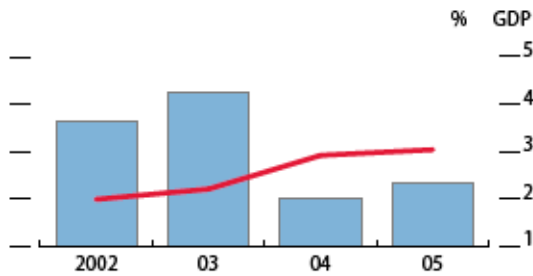
Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam

Biểu đồ 2: Cơ cấu GDP



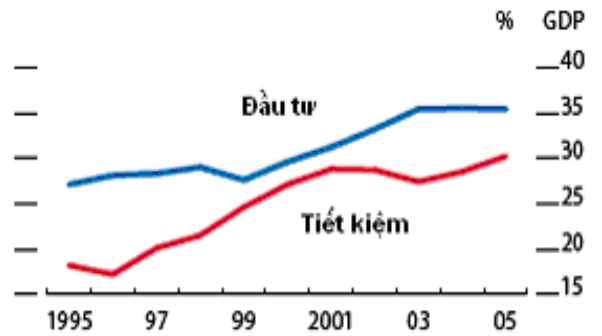
Nguồn: Tổng cục thống kê, Ngân hàng phát triển Châu Á

Biểu đồ 3: Thâm hụt ngân sách



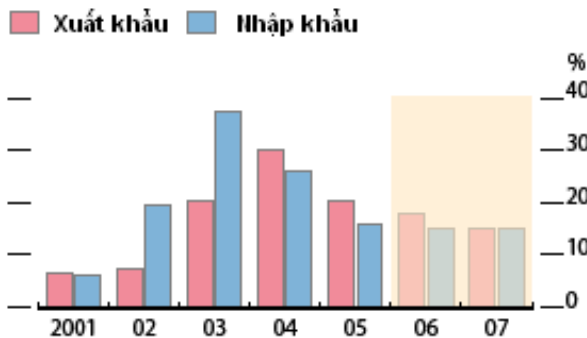
Nguồn: Ngân hàng phát triển Châu Á

Biểu đồ 4: Tổng mức đầu t- và tiết kiệm



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam

Biểu đồ 5: Tình hình xuất nhập khẩu



Nguồn: Ngân hàng phát triển Châu Á

Bảng 1: Dự báo các chỉ số kinh tế

	2006	2007
Tăng tr- ởng GDP(%)	7.8	8.0
Lạm phát(%)	6.0	5.0
Cán cân tài khoản vãng lai (% GDP)	-2.7	-2.8

Nguồn: Ngân hàng phát triển Châu Á

