

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

DIỆP GIA LUẬT

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU
CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG
Ở VIỆT NAM

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2007

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

DIỆP GIA LUẬT

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU
CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG
Ở VIỆT NAM

CHUYÊN NGÀNH: TÀI CHÍNH - LƯU THÔNG TIỀN TỆ - TÍN DỤNG
MÃ SỐ: 5.02.09

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:

PGS.TS. PHẠM VĂN NĂNG

TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2007

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu, kết quả nêu trong luận án là trung thực và chưa công bố ở bất kỳ một công trình nào khác.

Tác giả

MỤC LỤC

Trang phụ bìa	Trang
Lời cam đoan	
Mục lục	
Danh mục các chữ viết tắt	
Danh mục các bảng	
Danh mục các hình	
Mở đầu.....	1
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG TRONG KINH TẾ THỊ TRƯỜNG.....	5
1.1. Tổng quan về trái phiếu chính quyền địa phương.....	5
1.1.1. Khái niệm.....	5
1.1.2. Phân loại trái phiếu chính quyền địa phương địa phương.....	6
1.1.3. Lãi suất trái phiếu.....	9
1.2. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.....	10
1.2.1. Khái niệm thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.....	10
1.2.2. Cơ sở hình thành và phát triển thị trường trái phiếu địa phương trong nền kinh tế thị trường.....	12
1.2.3. Cơ cấu thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.....	19
1.2.4. Cơ chế vận hành thị trường trái phiếu địa phương.....	20
1.3. Kiểm soát nợ vay và các biện pháp phòng chống rủi ro trái phiếu địa phương.....	34
1.4. Vai trò của thị trường trái phiếu địa phương.....	40
1.5. Kinh nghiệm xây dựng phát triển thị trường trái phiếu địa phương của một số quốc gia.....	44
1.5.1. Thị trường trái phiếu địa phương của một số quốc gia.....	44

1.5.2. Bài học kinh nghiệm trong việc xây dựng và thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.....	53
Kết luận chương 1.....	63

CHƯƠNG 2: TÌNH HÌNH PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN TỪ NĂM 1991 ĐẾN NAY.....64

2.1. Tình hình kinh tế xã hội của Việt Nam từ năm 1991 đến nay.....	64
2.2. Khái quát thị trường tài chính Việt Nam.....	71
2.2.1. Thị trường tiền tệ.....	71
2.2.2. Thị trường vốn.....	75
2.2.3. Những kết quả đạt thị trường tài chính Việt Nam trong thời gian qua.....	81
2.3. Thực trạng thị trường trái phiếu địa phương ở Việt Nam.....	83
2.3.1. Cơ sở hình thành và phát triển thị trường trái phiếu Chính quyền địa phương.....	83
2.3.2. Tình hình vay nợ qua thị trường trái phiếu của địa phương từ 1991 đến nay	90
2.3.3. Đánh giá tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu địa phương thời gian qua.....	100
Kết luận chương 2.....	115

CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG GIAI ĐOẠN 2006 - 2020.....117

3.1. Nhu cầu vốn đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng địa phương trong công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa ở Việt Nam giai đoạn 2006-2020.....	117
3.1.1. Định hướng và mục tiêu phát triển kinh tế xã hội của Việt Nam trong giai đoạn 2006-2020.....	117
3.1.2. Nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng của địa phương.....	119

3.1.3. Đánh giá các nguồn vốn huy động cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng của địa phương.....	122
3.2. Quan điểm và mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu địa phương.....	124
3.3. Các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam.....	132
3.3.1. Giải pháp tạo cơ sở tiền đề phát triển thị trường trái phiếu địa phương....	132
3.3.2. Các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu địa phương.....	144
Kết luận chương 3.....	173
Kết luận.....	174

Danh mục công trình của tác giả

Tài liệu tham khảo

Phụ lục

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

- Ngân sách trung ương	:	NSTW
- Ngân sách địa phương	:	NSĐP
- Tổng sản phẩm quốc nội	:	GDP
- Thị trường giao dịch chứng khoán không tập trung	:	OTC
- Trung tâm giao dịch chứng khoán	:	TTGDCK
- Hỗ trợ phát triển chính thức	:	ODA
- Dollar Mỹ	:	USD
- Cơ quan phát triển quốc tế Mỹ	:	USAID
- Công ty tài chính hạ tầng đô thị	:	MUFIS
- Nhân dân tệ Trung Quốc	:	NDT
- Ngân hàng Nhà nước	:	NHNN
- Ngân hàng thương mại	:	NHTM
- Kho bạc Nhà nước	:	KBNN
- Phương thức “xây dựng-khai thác-chuyển giao”	:	BOT
- Thành phố Hồ Chí Minh	:	Tp. HCM
- Ủy ban Nhân dân	:	UBND
- Tỷ lệ gia tăng vốn – đầu ra	:	ICOR

DANH MỤC CÁC BẢNG

Trang

Bảng 1.1: Điểm đặc trưng giữa trái phiếu nợ chung và trái phiếu thu nhập.....	9
Bảng 1.2: Trái phiếu chính địa phương và các loại trái phiếu khác trên thị trường.....	11
Bảng 1.3: Đánh giá các phương thức phát hành trái phiếu.....	33
Bảng 2.1: Tốc độ tăng trưởng công nghiệp từ năm 1991-2006.....	65
Bảng 2.2: Vốn đầu tư phát triển từ năm 1995-2006.....	66
Bảng 2.3: Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô từ năm 1991-2006.....	67
Bảng 2.4: Khối lượng tín phiếu Kho bạc trúng thầu từ 2000-2006.....	73
Bảng 2.5: Tình hình giao dịch thị trường mở đến năm 2006.....	74
Bảng 2.6: Kết quả phát hành trái phiếu Chính phủ qua bảo lãnh 2000-2006.....	78
Bảng 2.7: Tỷ lệ bù đắp bội chi NSNN bằng nguồn phát hành trái phiếu 1986-2003.....	82
Bảng 2.8: Phát hành trái phiếu bù đắp bội chi NSNN (1999-2006).....	83
Bảng 2.9: Quy mô chi NSTW và NSDP theo tỷ lệ % từ 1991-1996.....	86
Bảng 2.10: Tình hình phát hành trái phiếu đô thị Tp. Hồ Chí Minh từ 2003-hết 30/9/2006.....	98
Bảng 3.1: Vốn đầu tư phát triển từ khu vực Nhà nước và dự báo nhu cầu vốn đầu tư theo phân cấp quản lý giai đoạn 1995-2010.....	121
Bảng 3.2: Dự báo nhu cầu và cơ cấu vốn đầu tư giai đoạn 2010-2020.....	122
Bảng 3.3: Bảng cân đối tài sản và nợ theo mô hình ALM.....	148

DANH MỤC CÁC HÌNH

Trang

Hình 1.1: Quy trình bảo lãnh phát hành trái phiếu theo cơ chế cạnh tranh	28
Hình 1.2: Quy trình phát hành trái phiếu theo phương thức đại lý phát hành.....	29
Hình 1.3: Quy trình phát hành trái phiếu qua trung tâm giao dịch chứng khoán tập trung.....	31
Hình 2.1: Tốc độ tăng trưởng GDP từ năm 1991-2006.....	64
Hình 2.2: Phát hành Trái phiếu Kho bạc Nhà nước kỳ hạn 2 năm 1996-2006.....	76
Hình 2.3: Kết quả đấu thầu qua Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM.....	77
Hình 2.4: Quy trình phát hành trái phiếu đô thị TP. Hồ Chí Minh.....	96
Hình 3.1: Quy trình phát hành trái phiếu chính quyền địa phương.....	169

LỜI MỞ ĐẦU

I. Ý NGHĨA CỦA ĐỀ TÀI:

Trong xu hướng hiện nay, chính quyền địa phương ở nhiều quốc gia trên thế giới, nhất là những nước đang phát triển, đầu tư vào cơ sở hạ tầng luôn được xem là một vấn đề trọng tâm và đặt lên hàng đầu. Việc đầu tư này, nhằm thúc đẩy kinh tế xã hội địa phương phát triển, đồng thời làm giảm những thiệt thòi cho những người có thu nhập thấp, người nghèo do áp lực của quá trình đô thị hóa, sự thiếu thốn cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, nhu cầu là vô hạn, như nguồn lực tài chính là có hạn. Trong bối cảnh thực hiện phi tập trung hóa ngân sách nhà nước, giảm dần các khoản chuyển giao từ ngân sách trung ương cho ngân sách địa phương đã làm cho việc vay nợ của chính quyền địa phương trở thành một vấn đề quan trọng trong chiến lược phát triển của quốc gia. Có nhiều cách để chính quyền địa phương huy động vốn, tuy nhiên trên thực tế có 2 cách chủ yếu thường được sử dụng là: vay ngân hàng và vay qua thị trường tài chính bằng cách phát hành trái phiếu. Huy động vốn qua phát hành trái phiếu là một trong những lựa chọn, nhưng trong xu hướng phát triển nó càng được quan tâm vì những lợi ích nó mang lại. Ngoài lợi ích huy động nguồn vốn, nó còn tạo áp lực buộc các chính quyền địa phương phải cải tiến, tăng cường tính minh bạch và công khai hóa trong quản lý ngân sách địa phương, nâng cao hiệu quả hoạt động của các dự án đầu tư công cộng, giúp phát triển thị trường tài chính, thúc đẩy quá trình tư nhân hóa, tạo sự chủ động trong việc hoạch định chiến lược phát triển...

Ở Việt Nam, trong quá trình công nghiệp hóa hiện đại hóa, việc phát triển cơ sở hạ tầng địa phương là một công việc bắt buộc phải tiến hành. Với áp lực nhu cầu vốn, đòi hỏi chính quyền địa phương phải xây dựng một chiến lược huy động vốn hiệu quả. Để giải quyết phần nào nhu cầu về vốn, một số địa phương mạnh

dạng triển khai giải pháp huy động vốn qua thị trường trái phiếu. Hình thức này bước đầu đã phát huy vai trò tích cực trong quá trình phát triển kinh tế xã hội của địa phương, tuy nhiên, những hiệu quả đó vẫn chưa cao, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương chưa được nhiều địa phương áp dụng mở rộng huy động nguồn vốn để đầu tư cơ sở hạ tầng thúc đẩy kinh tế xã hội địa phương phát triển.

Vì vậy, tác giả chọn đề tài “**PHÁT PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG Ở VIỆT NAM**” để làm luận án tiến sĩ, nhằm góp phần vào sự phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam.

II. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU:

Củng cố và làm sáng tỏ một số vấn đề mang tính lý luận khoa học về thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, kinh nghiệm điều hành thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của một số nước trên thế giới.

Phân tích, đánh giá thực trạng hoạt động thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam, từ đó tìm ra những nguyên nhân đưa đến những tồn tại, hạn chế.

Đề xuất những biện pháp triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương trong thời gian tới, hỗ trợ cho chính sách phát triển kinh tế xã hội.

III. PHẠM VI NGHIÊN CỨU:

Đề tài nghiên cứu kênh huy động vốn qua phát hành trái phiếu chính quyền địa phương nhằm mục đích đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư cho địa phương, đặc biệt là đầu tư cơ sở hạ tầng, không nghiên cứu lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng của địa phương. Tuy nhiên, đây cũng là một lĩnh vực nghiên cứu rất rộng và phức tạp, phải có sự phối kết hợp đồng bộ của nhiều yếu tố, nhiều lĩnh vực. Do giới hạn về thời gian, chuyên ngành nghiên cứu, cho nên luận án chỉ tập trung nghiên cứu thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở tầm vĩ mô, trên cơ sở tập hợp phân

tích số liệu hoạt động của thị trường, sau đó nhận định tình hình chung và đề ra những giải pháp hoàn thiện về cơ chế, chính sách nhằm đẩy mạnh hoạt động thị trường trái phiếu chính quyền địa phương. Đề tài không đi sâu vào những nghiệp vụ chi tiết của thị trường.

IV. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU:

Phương pháp nghiên cứu chủ đạo của công trình khoa học này là phương pháp chuẩn tắc. Để đạt được mục tiêu nghiên cứu, bằng phương pháp chuẩn tắc để đánh giá giá trị lý luận và thực tiễn phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Không giống như phương pháp tiếp cận thực chứng, vì dựa vào giá trị cơ bản, nên cách tiếp cận chuẩn tắc đôi khi không khách quan. Chính vì vậy, trong quá trình nghiên cứu, tác giả còn phối hợp sử dụng phương pháp thống kê mô tả, tổng hợp, so sánh, quy nạp để tăng tính thuyết phục và nâng cao giá trị thực tiễn của đề tài nghiên cứu.

V. NHỮNG ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN:

Luận án là một công trình nghiên cứu nghiêm túc của tác giả. Thành công của luận án là những đóng góp mới như sau:

1. Phát triển hệ thống lý luận về thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, đó là: sự ra đời và phát triển thị trường, vai trò và cơ chế hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.
2. Góp phần xây dựng phương pháp luận trong nghiên cứu các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương. Trên cơ sở kết hợp logic biện chứng giữa lý luận về thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, kinh nghiệm của các nước trên thế giới kết hợp với thực tiễn ở Việt Nam, luận án đã đưa ra những đề xuất về hoàn thiện cơ

chế chính sách cho sự phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương; mô hình huy động vốn qua phát hành trái phiếu có thể được các địa phương nghiên cứu ứng dụng vào thực tiễn.

3. Các giải pháp có tính thực tiễn trên cơ sở khoa học nhằm thúc đẩy thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển, qua đó tạo ra kênh huy động vốn cho đầu tư cơ sở hạ tầng địa phương.

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG TRONG KINH TẾ THỊ TRƯỜNG

1.1. NHỮNG TIẾP CẬN CƠ BẢN VỀ TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG

1.1.1. Khái niệm

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

Nội dung trái phiếu hàm chứa 5 đặc tính sau:

Một cam kết của nhà phát hành.

Nhà phát hành sẽ trả tiền cho người sở hữu trái phiếu.

Trái phiếu có mệnh giá, là khoản tiền vay mà nhà phát hành cam kết thanh toán cho người sở hữu trái phiếu vào ngày đáo hạn.

Người sở hữu trái phiếu sẽ được hưởng một mức lãi nhất định. Khoản lãi này được thanh toán theo kỳ khoản đã xác định trước khi phát hành, thông thường định kỳ bán niên, hoặc lãi có thể được trả trước khi phát hành theo phương thức chiết khấu.

Ngày đáo hạn là ngày mà tất cả các khoản vốn gốc và lãi đều được thanh toán hết.

Trên thị trường tài chính có rất nhiều loại trái phiếu, tùy theo tiêu chí khác nhau mà trái phiếu sẽ được phân thành các loại tương ứng. Nếu căn cứ vào tiêu chí nhà phát hành và mục đích phát hành, trái phiếu được phân thành: trái phiếu

kho bạc; trái phiếu công ty; trái phiếu quỹ hỗ trợ đầu tư và trái phiếu chính quyền địa phương.

Trái phiếu chính quyền địa phương là loại trái phiếu đầu tư có kỳ hạn từ một năm trở lên, do chính quyền địa phương ủy quyền cho kho bạc hoặc các pháp nhân do chính quyền địa phương lập ra, phát hành với mục đích huy động vốn để đầu tư xây dựng các công trình mang tính công cộng như đường xá, bến cảng, trường học, bệnh viện,...

1.1.2. Phân loại

Nhìn chung, trái phiếu chính quyền địa phương được chia thành hai loại cơ bản là trái phiếu nợ chung (General obligation bond - GO thuật ngữ tiếng Việt loại trái phiếu này có các tên gọi như: trái phiếu tổng hợp, trái phiếu nợ chung) và trái phiếu thu nhập (Revenue bond).

Trái phiếu nợ chung

Đây là những loại trái phiếu do chính quyền địa phương phát hành nhằm huy động vốn tài trợ cho những dự án đầu tư không có khả năng thu hồi vốn trả nợ theo kế hoạch chung của chính phủ, cho việc cải tạo nâng cấp kết cấu hạ tầng cơ sở của các địa phương, thành phố, thị tứ. Trái phiếu nợ chung được đảm bảo bằng uy tín, năng lực tài chính và khả năng về nguồn thu thuế, phí và lệ phí của chính quyền địa phương. Với đặc tính này làm cho trái phiếu nợ chung có chất lượng cao hơn so với những loại trái phiếu chỉ có một đảm bảo đặc thù hoặc có nguồn trả nợ giới hạn, do vậy thu nhập của người mua trái phiếu này sẽ ở mức thấp. Do đặc tính được đảm bảo ở mức cao dựa vào năng lực thanh toán của chính quyền địa phương, trái phiếu nợ chung được xếp vào loại chứng khoán có độ tin cậy cao nhất. Thông thường, loại trái phiếu này được phát hành với các dạng trái phiếu đa thời hạn, lợi tức trái phiếu được nhà nước miễn thuế. Việc phát hành trái phiếu nợ chung của chính quyền địa phương phải dựa trên cơ sở các yếu tố sau:

Mức giới hạn nợ theo luật mà chính quyền địa phương được phép huy động. Giới hạn này được nhà nước cho phép hoặc hội đồng địa phương quyết định.

Việc huy động vốn cho ngân sách địa phương qua phát hành trái phiếu nợ chung phải được nhân dân địa phương (những người đóng thuế để trả nợ) đồng thuận, thông qua hình thức trưng cầu dân ý.

Khả năng nguồn thu trong tương lai từ thuế, phí, lệ phí đảm bảo thanh toán cho các khoản nợ đến hạn.

Trái phiếu nợ chung đa dạng, dựa theo các phương thức khác nhau trái phiếu này có thể phân thành nhiều loại và được trình bày trong phần **phụ lục 1**.

Trái phiếu thu nhập

Là loại trái phiếu do các cơ quan hoặc các doanh nghiệp của nhà nước có chức năng công ích đặc biệt, được chính quyền địa phương ủy quyền và bảo lãnh phát hành, nhằm huy động vốn tài trợ cho các công trình, dự án thuộc hệ thống cơ sở hạ tầng có khả năng thu hồi vốn. Chẳng hạn, để khuyến khích phát triển một vùng kinh tế, chính quyền có thể giao hoặc lập ra một cơ quan đặc trách cung cấp điện với giá thấp cho dân cư tại chỗ hay một số dịch vụ công ích. Cơ quan này sẽ được phép và có chức năng huy động nợ bằng cách phát hành trái phiếu để xây dựng nhà máy sản xuất điện và điều hành việc phân phối điện cho toàn vùng. Hay các dự án về xây dựng nâng cấp hệ thống cầu đường có thu phí, các chương trình nhà ở, mở rộng bến cảng, sân bay, thu gom xử lý chất thải... do các doanh nghiệp công ích đầu tư. Ở những nước phát triển, trái phiếu thu nhập là phương thức huy động vốn quan trọng, tập trung chủ yếu vào các dự án công trình đầu tư phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng, giúp cho chính phủ cũng như chính quyền các địa phương nhẹ gánh ngân sách.

+ Nguồn tài chính đảm bảo cho việc thanh toán nợ trái phiếu khi đáo hạn là thu nhập do công trình, dự án đầu tư mang lại. Cho nên, đối với loại trái phiếu này chính quyền địa phương thường thiết kế thời gian của trái phiếu trùng khớp với thời gian khai thác của dự án công trình đầu tư. Như vậy, trái phiếu thu nhập có chất lượng thấp hơn trái phiếu nợ chung, vì mỗi công trình có mức độ rủi ro khác nhau và tùy thuộc vào việc khai thác công trình đầu tư đó có hiệu quả hay không. Thu nhập từ công trình tùy theo loại, gồm có: thu tiền từ người sử dụng những tiện ích công cộng, phí cầu đường, tiền khai thác và phí sử dụng phi cảng, bến neo tàu, đậu xe... đối với các chương trình nhà ở là tiền bán hoặc cho thuê nhà. Cũng có trường hợp cơ quan phát hành trái phiếu thu nhập thu xếp với chính quyền địa phương và các tổ chức khác thuê nguyên công trình dài hạn. Ở một số quốc gia, lãi của loại trái phiếu này bị đánh thuế.

+ Trái phiếu thu nhập không lệ thuộc vào một mức giới hạn về lượng huy động theo luật trái phiếu nợ chung và cũng không cần trưng cầu dân ý.

+ Trái phiếu thu nhập thường có lãi suất hấp dẫn, nhưng có thể gặp rủi ro, vì chúng thường không được bảo đảm chi trả bằng bất kỳ nguồn nào khác ngoài chính thu nhập từ công trình mà chúng góp phần tạo ra một cách độc lập, theo cách tính đúng, tính đủ trên cơ sở kinh doanh có điều kiện. Bên cạnh đó, một bộ phận trái phiếu thu nhập được chính quyền địa phương bảo lãnh phát hành, nhằm tăng khả năng đảm bảo thanh toán và thu hút nhà đầu tư. Lúc này, ngoài thu nhập từ dự án đầu tư, trái phiếu còn được đảm bảo chi trả bằng nguồn ngân sách địa phương.

Như vậy, giữa hai loại trái phiếu nợ chung và trái phiếu thu nhập có những nét đặc trưng tiêu biểu sau:

Bảng 1.1: Điểm đặc trưng giữa trái phiếu nợ chung và trái phiếu thu nhập

Trái phiếu nợ chung	Trái phiếu thu nhập
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Đảm bảo bằng nguồn ngân sách địa phương. Dựa trên khả năng nguồn thu từ thuế, phí, lệ phí. ▪ Bị hạn chế bởi chính quyền trung ương hoặc một số giới hạn khác như yêu cầu phải thông qua phê duyệt. ▪ Thường dùng để tài trợ cho những dự án không sinh lời. ▪ Không đòi hỏi đại diện người sở hữu trái phiếu hoặc các quỹ dự phòng trả nợ. ▪ Các nhà đầu tư quan tâm đến nền tảng kinh tế ổn định, quy trình quản lý tài chính minh bạch và khả năng cải cách tài khóa của chính quyền địa phương. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Khoản nợ được đảm bảo bằng thu nhập của dự án đầu tư được tài trợ bằng nguồn phát hành trái phiếu. ▪ Yêu cầu phải có quỹ dự phòng trả nợ được duy trì ở một mức nhất định. ▪ Chỉ áp dụng cho các dự án có khả năng tạo ra thu nhập. ▪ Đòi hỏi phải có nhiều thỏa ước khác nhau liên quan đến lãi suất, vận hành và sửa chữa, cạnh tranh... ▪ Phải có nhiều phân tích sâu về tính khả thi của dự án, cách vận hành, duy tu bảo dưỡng...

1.1.3. Lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương

Trái phiếu chính quyền địa phương là một loại chứng khoán nợ do chính quyền nhà nước cấp địa phương phát hành, do vậy việc xác định lãi suất và các phương thức thanh toán lãi được thực hiện theo những nội dung sau:

Xác định lãi suất phát hành trái phiếu

Với đặc điểm và nguồn tài chính đảm bảo khả năng thanh toán của trái phiếu chính quyền địa phương, so với các loại trái phiếu khác trên thị trường chứng khoán nợ, thì nó có mức độ rủi ro cao hơn trái phiếu chính phủ và thấp hơn so với trái phiếu doanh nghiệp. Vì vậy, việc xác định lãi suất trái phiếu khi phát hành theo nguyên tắc sau:

+ Đối với loại trái phiếu nợ chung: xây dựng mức lãi suất đấu thầu phát hành dựa trên mức lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn cộng thêm tỷ lệ (%) rủi ro. Tùy thuộc vào hạng mức tín nhiệm của chính quyền từng địa phương, có thể xác định tỷ lệ (%) rủi ro phù hợp. Vì vậy lãi suất phát hành sẽ có sự khác nhau và mang tính cạnh tranh giữa các địa phương.

+ Đối với loại trái phiếu thu nhập: việc xác định lãi suất phát hành dựa trên cơ sở lãi suất trái phiếu chính cùng kỳ hạn hoặc lãi suất huy động tiền gửi tiết kiệm bằng nội tệ cộng với tỷ lệ (%) rủi ro, tương ứng với từng dự án đầu tư và mức độ cam kết bảo lãnh của chính quyền địa phương trong việc hoàn trả nợ vay khi tới hạn.

Các phương thức thanh toán lãi

Việc thanh toán tiền lãi trái phiếu chính quyền địa phương được thực hiện theo 2 cách cơ bản sau:

+ Đối với loại trái phiếu được phát hành theo giá chiết khấu, loại trái phiếu này không ghi lãi, khi phát hành các nhà đầu tư đã được thanh toán lãi trước, họ chỉ thanh toán tiền mua trái phiếu thấp hơn so với mệnh giá để khi đáo hạn sẽ nhận toàn bộ số tiền bằng với mệnh giá trái phiếu.

+ Đối với các loại trái phiếu có kèm lãi suất: nhà phát hành sẽ trả lãi cho người sở hữu theo một thời biểu thanh toán lãi được ấn định trước. Các loại trái phiếu chính quyền địa phương có ghi lãi suất thường được thực hiện thanh toán theo theo lãi suất định kỳ năm hay sáu tháng.

1.2. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG

1.2.1. Khái niệm thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là thị trường vay nợ của chính quyền địa phương thông qua việc phát hành trái phiếu. Trên thị trường này, đối với chính quyền địa phương là kênh huy động vốn đầu tư trực tiếp cho ngân sách

thông qua hoạt động phát hành trái phiếu, còn đối với các nhà đầu tư thị trường trái phiếu chính quyền địa phương họ sẽ thực hiện các hoạt động đầu tư mua bán trái phiếu được phát hành mục đích kiếm lời.

Là một bộ phận của thị trường trái phiếu, tuy nhiên, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương với các thị trường trái phiếu khác có những điểm khác biệt tương đối như sau:

Bảng 1.2: Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương và các loại thị trường trái phiếu khác

	Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương	Thị trường trái phiếu chính phủ	Thị trường trái phiếu doanh nghiệp
Chủ thể phát hành	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Chính quyền các cấp của địa phương như: tỉnh, thành phố... hoặc một tổ chức do chính quyền địa phương bảo lãnh như quỹ đầu tư đô thị, doanh nghiệp công ích... 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Chính quyền trung ương phát hành 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh hàng hóa, các doanh nghiệp tài chính...
Nguồn tài chính đảm bảo thanh toán nợ	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Trực tiếp từ nguồn ngân sách địa phương. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ngân sách trung ương 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Năng lực tài chính của doanh nghiệp phát hành
Khuôn khổ pháp lý	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Luật NSNN 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Luật NSNN 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Luật doanh nghiệp, chứng khoán và thị trường chứng khoán
Mức độ rủi ro	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cao hơn trái phiếu chính phủ, nhưng thấp hơn trái phiếu doanh nghiệp 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mức độ rủi ro thấp 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mức rủi ro cao nhất

1.2.2. Cơ sở hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương trong nền kinh tế thị trường

Sự hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương dựa trên cơ sở lý luận và thực tiễn sau:

Nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng và cân đối ngân sách địa phương thông qua phương thức vay nợ.

Phân cấp quản lý tài chính theo hướng phi tập trung hóa, tăng khả năng vay nợ của chính quyền địa phương.

Thị trường tài chính phát triển.

1.2.2.1. Nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng và cân đối ngân sách địa phương

Nhu cầu đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng của địa phương

Đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội, nhằm cung cấp hàng hóa dịch vụ công cơ bản và thiết yếu phục vụ cho đời sống vật chất và tinh thần của dân cư địa phương, đáp ứng các yêu cầu phát triển kinh tế, đồng thời thỏa mãn những lợi ích nhất định của nhà đầu tư.

Đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng có một ý nghĩa hết sức quan trọng đối với nền kinh tế, xét trên khía cạnh quá trình đô thị hóa và phát triển kinh tế, đặc biệt đối với các nước đang phát triển. Ý nghĩa này được thể hiện qua các nội dung sau:

Tác động của đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng tới sự phát triển của nền kinh tế. Kết quả của đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng là việc tạo ra những tài sản mới cho nền kinh tế cả nước nói chung và của địa phương nói riêng. Trước tiên, phát triển của hệ thống cơ sở hạ tầng sẽ tác động đến tăng trưởng kinh tế của địa phương, theo tính toán của ngân hàng thế giới thì khi tăng 1% tổng quỹ cơ sở hạ tầng sẽ làm tăng 1% GDP. Đối với các địa phương việc đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng lại càng có ý nghĩa hơn, bởi vì đây là những cơ thể kinh tế năng động. Khi hệ thống cơ sở hạ tầng kỹ thuật được đầu tư đúng mức sẽ góp phần khai thác tối đa lợi thế so

sánh, góp phần mở rộng sản xuất, gia tăng tốc độ phát triển kinh tế địa phương.

Đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng tác động đến quá trình đô thị hóa của địa phương. Quá trình đầu tư cơ sở hạ tầng đã tạo ra nền tảng vật chất cho các đô thị, đảm bảo sự thích ứng với quá trình đô thị hóa và tăng trưởng đô thị, khai thác thế mạnh của địa phương. Ngoài ra, trong quá trình đầu tư còn tạo điều kiện cho chính quyền địa phương có thể sửa chữa những khuyết tật của quá trình quy hoạch phát triển đô thị như: sự mất cân đối giữa cơ sở hạ tầng xã hội và cơ sở hạ tầng kỹ thuật, hệ thống cơ sở hạ tầng này vừa thiếu lại vừa yếu kém xuống cấp, nạn ùn tắc giao thông; nước sạch luôn ở tình trạng khan hiếm trầm trọng; ô nhiễm môi trường; thiếu hụt nhà ở..

Như vậy, với lợi ích thu được của toàn bộ nền kinh tế khi đầu tư vào cơ sở hạ tầng là rất lớn và luôn được chính quyền các nước quan tâm. Đặc biệt là ở các nước đang phát, có hệ thống cơ sở hạ tầng yếu kém, không đồng bộ, cho nên, cần thiết phải được nhanh chóng đầu tư nhằm tạo động lực cho sự phát triển kinh tế xã hội. Để xây dựng một hệ thống cơ sở hạ tầng đồng bộ trong cả nước nhằm khai thác được mọi tiềm năng, thế mạnh kinh tế của từng vùng, từng địa phương ở các nước thực hiện cơ chế phi tập trung hóa trong quản lý tài chính nhà nước, phân cấp mạnh giữa trung ương và các cấp chính quyền ở địa phương. Vốn đầu tư vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng được chính quyền địa phương khai thác từ hai nguồn cơ bản sau:

Nguồn đầu tư của khu vực công từ NSNN

Nguồn vốn đầu tư của khu vực tư

Tuy nhiên, các dự án phát triển cơ sở hạ tầng luôn có quy mô vốn đầu tư rất lớn, thời gian khai thác khá dài, khả năng thu hồi vốn chậm, mức lợi nhuận trực

tiếp không cao, cho nên, nguồn vốn đầu tư từ khu vực nhà nước luôn được xem là nguồn chủ yếu và chiếm tỷ trọng lớn, trong khi nguồn thu của ngân sách bị hạn chế, vì vậy làm cho NSDP luôn trong tình trạng bội chi. Để đẩy mạnh phát triển kinh tế xã hội, chính quyền địa phương phải chủ động trong việc tìm kiếm các phương thức thích hợp, nhằm huy động có hiệu quả các nguồn vốn đáp ứng kịp thời cho nhu cầu đầu tư các dự án phát triển cơ sở hạ tầng đã được hoạch định.

Vay nợ và cân đối ngân sách địa phương

Với đặc tính của các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng, cho nên, vốn đầu tư từ nhà nước phải là nguồn tài trợ đầu tư chính. Các hình thức và biện pháp khai thác nguồn vốn cho đầu tư cơ sở hạ tầng địa phương từ ngân sách nhà nước là khai thác các nguồn thu từ thuế, phí, lệ phí, đấu giá quyền sử dụng đất, ... Để mở rộng khai thác nguồn vốn cho đầu tư của địa phương, nhà nước đẩy mạnh phân cấp tài chính giữa trung ương và địa phương. Sự phân chia hợp lý về nguồn thu và nhiệm vụ chi ngân sách, sẽ tạo ra cơ chế chủ động cho chính quyền địa phương trong quá trình khai thác các nguồn thu. Trên cơ sở đó, chính quyền địa phương mở rộng huy động vốn đầu tư thông qua các hình thức tín dụng như: vay nợ các định chế tài chính; phát hành trái phiếu; ... được xem là giải pháp cân đối ngân sách địa phương tích cực, và đạt hiệu quả cao. Bởi vì:

Việc vay nợ của chính quyền địa phương để tài trợ cho đầu tư, hình thành một cơ chế để thực hiện phân bổ chi phí đầu tư gắn kết đồng thời với việc khai thác và hưởng thụ lợi ích từ dự án, quyền lợi đi đôi với nghĩa vụ thực hiện công bằng giữa các thế hệ. Bởi vì, lợi ích mang lại của các dự án cơ sở hạ tầng được đầu tư bởi chính quyền địa phương thường được phát huy trong một thời gian dài, làm cho không chỉ có những người đang sống trong hiện tại ở các địa phương được hưởng lợi

ích từ các dự án đầu tư đó, mà còn các thế hệ sau này cũng vẫn được hưởng những lợi ích đó.

Áp lực đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng của quá trình công nghiệp hóa hiện đại hóa đối với chính quyền các địa phương, làm cho ngân sách địa phương thường xuyên rơi vào tình trạng mất cân đối. Cho nên, tiếp cận công cụ vay nợ sẽ giúp cho chính quyền các địa phương chủ động hơn trong việc cân đối các nguồn lực tài chính, khắc phục sự thiếu hụt vốn để đầu tư.

Như vậy, vốn cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội khai thác qua kênh nhà nước, góp phần giúp cho nhà nước thực hiện các định hướng chiến lược phát triển kinh tế xã hội của địa phương cũng như cả nước. Vấn đề cơ bản khi khai thác vốn cân đối ngân sách địa phương cho đầu tư là sự phân cấp tài chính giữa ngân sách trung ương và ngân sách địa phương theo hướng tạo ra sự chủ động cho chính quyền địa phương trong quá trình khai thác các nguồn thu, đẩy nhanh tốc độ phát triển kinh tế xã hội. Trong đó, tỷ trọng nguồn vốn tín dụng nhà nước ngày càng tăng, đặc biệt là huy động qua phát hành trái phiếu.

1.2.2.2. Phân cấp quản lý tài chính theo hướng phi tập trung hóa làm tăng khả năng vay nợ của chính quyền địa phương

Phân cấp quản lý ngân sách nhà nước là việc giải quyết các mối quan hệ giữa cấp chính quyền nhà nước trung ương với các cấp chính quyền nhà nước ở địa phương trong quản lý và điều hành hoạt động của ngân sách nhà nước. Cơ chế phi tập trung hóa trong quản lý ngân sách nhà nước đã tạo sự chuyển giao trong việc lập kế hoạch và nguồn vốn đầu tư giữa trung ương và địa phương. Đẩy mạnh thực hiện phi tập trung hóa mang lại những lợi ích cơ bản sau:

Tăng cường tính chủ động trong quá trình điều hành ngân sách của chính quyền địa phương. Trên cơ sở tiềm lực kinh tế, năng lực quản lý, chính quyền địa

phương chủ động trong việc lập kế hoạch và hoạch định chiến lược khai thác nguồn thu, mở rộng đầu tư của địa phương.

Giảm dần cơ chế bao cấp tài chính từ ngân sách trung ương đối với địa phương. Thực tế cho thấy, cơ chế quản lý tài chính tập trung chỉ phát huy hiệu quả trong điều kiện cơ chế kinh tế bao cấp, cần tập trung nguồn lực lớn. Tuy nhiên, khi chuyển sang cơ chế kinh tế thị trường, cơ chế này không còn phù hợp, kém linh hoạt và dễ phát sinh tiêu cực. Cơ chế phi tập trung hóa, gắn quyền hạn với trách nhiệm, nâng cao hiệu quả trong quản lý và điều hành ngân sách.

Góp phần thúc đẩy tiến trình cải cách hành chính, tăng tính minh bạch, nâng cao hiệu quả quản lý của bộ máy nhà nước địa phương. Đẩy mạnh thực hiện cơ chế phi tập trung hóa làm cho nguyên tắc quản lý điều hành tài chính công “công khai, minh bạch, có sự tham gia kiểm tra của công chúng” được chấp hành nghiêm minh.

Cùng với quá trình đô thị hóa nhu cầu vốn đầu tư tăng lên rất lớn, đã tạo áp lực tăng nhu cầu chi đầu tư và các khoản vay nợ của ngân sách địa phương. Do vậy, vấn đề quan trọng trong quá trình phi tập trung là việc phân định vai trò điều hành nguồn vốn vay nợ của chính quyền địa phương và nguồn thu nhập đảm bảo hoàn trả khi các khoản nợ đến hạn.

Nội dung phân cấp vay nợ cho chính quyền địa phương, mở rộng huy động vốn cho đầu tư cơ sở hạ tầng, theo hướng sau:

Tạo lập khung pháp lý hoàn chỉnh để chính quyền các địa phương có đủ thẩm quyền trong việc triển khai các hoạt động huy động vốn và cân đối ngân sách địa phương nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng.

Thiết lập cơ chế kiểm tra, giám sát của chính quyền trung ương đối với chính quyền địa phương trong quá trình vay nợ, nhằm tạo nên sự cân đối, ổn định bền vững trong toàn bộ hệ thống ngân sách nhà nước.

Đảm bảo tính công khai, minh bạch và có sự tham gia giám sát của công chúng đối với chính sách vay nợ của chính quyền địa phương.

Theo đó, phân cấp vay nợ cho chính quyền địa phương gồm ba nội dung sau:

Thứ nhất: phân cấp về mặt hành chính thẩm quyền trong việc ban hành các văn bản pháp lý triển khai kế hoạch vay nợ cho chính quyền địa phương. Với mức giới hạn quyền lực được phân cấp, chính quyền các địa phương sẽ chủ động hơn trong việc lựa chọn các phương thức và tổ chức thực hiện huy động nguồn vốn vay phù hợp. Cụ thể, đây là các quyết định, quy chế, phê duyệt kế hoạch và ủy quyền cho tổ chức hoặc cơ quan nhà nước triển khai thực hiện vay nợ.

Thứ hai: phân cấp về mặt vật chất, là xác định các mối quan hệ của chính quyền trung ương với chính quyền địa phương trong việc phân giao nhiệm vụ chi đầu tư và nguồn thu, trong cân đối ngân sách địa phương. Trên cơ sở xác định rõ định hướng phát triển và nhiệm vụ kinh tế xã hội của cả nước và của địa phương để tiến hành phân định chi đầu tư phát triển phù hợp, khả năng tạo ra nguồn thu trên địa bàn để hoàn vốn cho công trình đầu tư. Vì vậy, trung ương cần xem xét điều chỉnh theo hướng tăng nguồn thu cho địa phương, nhằm tăng cường nguồn lực tài chính đảm bảo khả năng trả nợ cho chính quyền địa phương đối với các dự án đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng có khả năng hoàn vốn thấp, thời gian dài, lúc này nguồn thu từ thuế, phí sẽ là nguồn trả nợ chính.

Thứ ba: phân cấp về chu trình thực hiện vay nợ của chính quyền địa phương, với nội dung xác định các mối quan hệ về quản lý trong toàn bộ quá trình huy động, sử dụng và hoàn trả vốn vay.

1.2.2.3. Thị trường tài chính của quốc gia phát triển

Vay nợ của chính quyền địa phương khó mà thực hiện tốt khi nền kinh tế chưa thiết lập một thị trường tài chính phát triển.

Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là một bộ phận trong thị trường tài chính nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng, khi phát hành trái phiếu chính quyền địa phương ra thị trường sẽ làm tăng thêm lượng và chủng loại hàng hóa cho thị trường. Vì vậy, sự phát triển của thị trường tài chính sẽ tạo điều kiện và môi trường thuận lợi để thị trường trái phiếu chính quyền địa phương hình thành phát triển. Điều này được thể hiện qua các nội dung sau:

Hoạt động của thị trường tài chính nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng tạo ra văn hóa chứng khoán thay cho những hình thức đầu tư gián tiếp khác, khởi động các giao dịch chứng khoán thứ cấp, tạo ra sự luân chuyển vốn linh hoạt trên thị trường, từ đó thúc đẩy quá trình ra đời và hoàn thiện các thị trường bộ phận.

Với sự hiện diện của các nhà đầu tư có tổ chức cũng như các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường trái phiếu, là điều kiện đảm bảo cho sự thành công của các đợt phát hành khi chính quyền các địa phương thực sự có nhu cầu huy động vốn.

Những kinh nghiệm thực tế từ kiến lập, quản lý, điều hành thị trường tài chính, thị trường chứng khoán nợ, sẽ là những yếu tố cần thiết trong quá trình hình thành phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Lãi suất được hình thành theo cơ chế thị trường dựa trên cơ sở quan hệ cung cầu vốn, sẽ giúp cho các nhà đầu tư xác định đúng danh mục chứng khoán, nhằm giảm thiểu rủi ro, tạo ra sự an toàn cao trong đầu tư kinh doanh chứng khoán. Đồng thời, lãi suất còn là cơ sở để các nhà phát hành lựa chọn phương thức huy động vốn tối ưu, cũng như xác định mức lãi suất phát hành hợp lý, đảm bảo thành công cho các đợt phát hành trái phiếu.

1.2.3. Cơ cấu thị trường trái phiếu Chính quyền địa phương

Cơ cấu thị trường trái phiếu chính quyền địa phương được xác định dựa trên nhiều căn cứ khác nhau.

Căn cứ vào cơ cấu tổ chức, thị trường này được chia làm có 2 bộ phận:

+ *Thị trường sơ cấp*: đây là thị trường cho các đợt phát hành mới trái phiếu. Thông thường, việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương dựa trên cơ sở luật ngân sách nhà nước hoặc luật tổ chức chính quyền địa phương. Khác với trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu chính phủ nói chung và trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng được miễn trừ trách nhiệm khỏi các luật chứng khoán và không phải đăng ký với ủy ban chứng khoán quốc gia.

+ *Thị trường thứ cấp*: là thị trường mua bán lại trái phiếu đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Thị trường này kéo dài trong suốt thời hạn của trái phiếu.

Căn cứ vào cách thức tổ chức giao dịch, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương gồm:

+ *Thị trường giao dịch tập trung qua trung tâm giao dịch chứng khoán*: hầu hết trái phiếu chính quyền địa phương được phát hành qua trung tâm giao dịch chứng khoán. Sau đó, các trái phiếu này cũng được niêm yết ở trung tâm để thực hiện các giao dịch thứ cấp.

+ *Thị trường giao dịch không tập trung OTC*: bên cạnh một lượng lớn trái phiếu được phát hành và niêm yết giao dịch ở trung tâm giao dịch chứng khoán tập trung, một phần trái phiếu chính quyền địa phương được phát hành theo phương thức bán lẻ trực tiếp và thực hiện giao dịch thứ cấp không qua trung tâm.

1.2.4. Cơ chế vận hành thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

Sự ra đời và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là sự kết hợp của nhiều nhân tố, trong đó có các nhân tố cơ bản: chủ thể thị trường, hàng hóa của thị trường và các phương thức giao dịch trên thị trường.

1.2.4.1. Chủ thể tham gia trên thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

Tham gia vào thị trường trái phiếu chính quyền địa phương bao gồm các chủ thể có nhu cầu về vốn phát hành trái phiếu, chủ thể cung vốn và các chủ thể có liên quan khác tham gia vào quá trình huy động vốn qua thị trường. Điển hình trên các thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của các nước phát triển như Mỹ, Anh, Nhật... gồm các chủ thể:

Chủ thể phát hành

Các chủ thể trung gian hỗ trợ phát hành

Các chủ thể đầu tư

Các chủ thể quản lý thị trường

Chủ thể phát hành

Đối với thị trường trái phiếu chính quyền địa phương chủ thể phát hành bao gồm chính quyền địa phương, các đơn vị tổ chức đặc biệt được chính quyền địa phương bảo lãnh hoặc ủy quyền thực hiện huy động vốn cho đầu tư phát triển.

+ Chính quyền địa phương: là chủ đầu tư của tất cả các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng. Họ sử dụng biện pháp phát hành chứng khoán nợ là các loại trái phiếu đô thị, theo kế hoạch ngân sách địa phương hàng năm, hoặc theo tiến độ thực hiện các dự án để huy động vốn đầu tư.

+ Các đơn vị, các tổ chức đặc biệt của nhà nước được chính quyền địa phương thành lập ủy quyền hoặc bảo lãnh thực hiện chức năng huy động vốn. Các đơn vị đặc biệt này như các quỹ đầu tư của địa phương, các công ty chuyên đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng..., hoặc ủy quyền cho các công ty công ích đứng ra thực hiện huy động vốn với quy mô và phạm vi theo quy định của pháp luật.

Chủ thể đầu tư

Chủ thể đầu tư đại diện cho các nguồn cung về vốn trên thị trường, là những người trực tiếp mua chứng khoán từ các nhà phát hành. Sự tham gia của các chủ thể đầu tư đã biến chứng khoán thành hàng hóa, là máu chốt để hình thành thị trường chứng khoán và cũng là nguồn sống cho hoạt động của thị trường. Các chủ thể đầu tư được chia làm hai nhóm là những nhà đầu tư tư nhân và các nhà đầu tư có tổ chức.

+ Các nhà đầu tư tư nhân có thể trực tiếp mua trái phiếu trên thị trường và sở hữu nó. Nhà đầu tư tư nhân có thể nắm giữ trái phiếu dưới dạng chứng chỉ, kèm với phiếu tính lãi và sẽ được nhận thanh toán lãi trực tiếp từ nhà phát hành, hoặc từ các đại lý do nhà phát hành ủy quyền thanh toán. Tuy nhiên, hầu hết nhà đầu tư lưu ký trái phiếu của họ tại những tổ chức môi giới. Các nhà đầu tư tư nhân có thể mua trái phiếu qua các tài khoản tín thác đầu tư. Hình thức này làm tăng khả năng tập trung những lực lượng vốn lớn cho thị trường, đồng thời cũng góp phần làm giảm chi phí và đảm bảo một mức an toàn cho nhà đầu tư .

+ Các nhà đầu tư có tổ chức: đây là các ngân hàng, các công ty bảo hiểm.

Các ngân hàng: NHTM là những khách hàng chính tham gia trên thị trường này, một lượng lớn trái phiếu chính quyền địa phương mới phát hành được các NHTM lớn mua. Với lợi thế nguồn vốn huy động với quy mô lớn, cơ cấu về kỳ hạn đa dạng đã tạo điều kiện cho ngân hàng sử dụng bộ phận vốn không cho vay hết để đầu tư vào các loại trái phiếu, trong đó có trái phiếu chính quyền địa phương kiếm lời.

Các công ty bảo hiểm: đây cũng là chủ thể quan trọng đầu tư trái phiếu chính quyền địa phương. Với lợi thế về nguồn tài chính lớn hình thành từ nguồn thu phí có tính ổn định cao, thời gian đầu tư lâu dài, các công ty bảo hiểm có thể sử dụng lượng vốn này để đầu tư vào thị trường trái phiếu với khối lượng lớn. Với sự tham gia của các công ty

bảo hiểm có tác động lớn, góp phần làm tăng lực lượng vốn đầu tư vào thị trường này.

Chủ thể trung gian

Không giống như thị trường hàng hóa thông thường, đối với thị trường chứng khoán hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán phải thông qua chủ thể trung gian. Nguyên tắc trung gian nhằm làm tăng tính thanh khoản của chứng khoán. Bên cạnh, những tổ chức trung gian có liên quan trực tiếp đến nhà đầu tư, còn có một số tổ chức trung gian giữ vai trò độc lập trong quá trình giao dịch chứng khoán. Thực hiện vai trò trung gian trên thị trường này, bao gồm: công ty tư vấn tài chính, tư vấn luật; ngân hàng thương mại; công ty bảo hiểm; công ty môi giới chứng khoán; công ty định mức tín nhiệm... Tùy theo năng lực chuyên môn, các định chế này sẽ thực hiện những nội dung sau:

+ Tư vấn tài chính:

Nội dung chính của hoạt động tư vấn tài chính là:

Đánh giá khả năng vay mượn và nguồn thu nhập của dự án đầu tư.

Xây dựng một chương trình vay mượn trung và dài hạn.

Phát triển một chính sách quản lý nợ, và các giải pháp cải thiện hạng mức tín nhiệm.

Nhận định tình hình và nhu cầu của thị trường về từng loại trái phiếu.

Rà soát khuôn khổ luật pháp liên quan đến việc vay nợ và các hình thức vay nợ của chính quyền địa phương.

Thu hút sự chú ý của công chúng đối với các đợt phát hành.

Các tư vấn tài chính đóng vai trò rất quan trọng, họ sẽ giúp đỡ cho nhà phát hành bằng việc đưa ra lời khuyên về số lượng, ngày phát hành, lãi suất, thời hạn, phương thức phát hành thích hợp. Đồng thời, tư vấn tài chính còn giúp cho nhà phát hành thiết lập và duy trì mối quan hệ với cơ quan xếp hạng tín nhiệm.

+ *Tư vấn pháp luật*

Vai trò của các nhà tư vấn luật trong phát hành trái phiếu chính quyền địa phương là cung cấp các ý kiến về thẩm quyền luật pháp của chính quyền địa phương trong việc phát hành trái phiếu, về tăng thuế, tính hợp pháp của các trái phiếu được phát hành. Ngoài ra, tư vấn luật pháp còn lập dự thảo các thỏa ước giữa nhà phát hành và nhà đầu tư, liên quan đến ý định của nhà đầu tư trong những trường hợp bất ngờ xảy ra sẽ thực hiện những biện pháp gì để đảm bảo các khoản thanh toán trái phiếu, các cam kết hành động chủ động như tăng thu thuế, giảm chi tiêu thêm... Tư vấn pháp luật có thể đưa ra những đánh giá về mặt luật pháp, xem điều kiện này có hợp lệ hay không. Như vậy, sự tham gia của các nhà tư vấn pháp luật góp phần làm tăng mức độ tín nhiệm của nhà phát hành và giảm bớt rủi ro cho các nhà đầu tư.

+ *Môi giới phát hành*

Hoạt động môi giới thể hiện qua các loại hình nghiệp vụ bao gồm: môi giới chứng khoán; tư vấn đầu tư chứng khoán; quản lý danh mục đầu tư và bảo lãnh phát hành. Trong đó, nghiệp vụ bảo lãnh phát hành là nghiệp vụ đóng vai trò quan trọng.

+ *Định mức tín nhiệm*

Đây là tổ chức chuyên nghiệp được hình thành nhằm mục đích đánh giá khả năng thanh toán của các tổ chức phát hành chứng khoán nợ thông qua hình thức xếp hạng các tổ chức phát hành hoặc xếp hạng từng đợt phát hành chứng khoán nợ của tổ chức này theo mức độ rủi ro về khả năng thanh toán, qua đó, các nhà đầu tư có được những thông tin cần thiết để đưa ra những quyết định đầu tư. Nếu một tổ chức phát hành được đánh giá qua thông số xếp hạng tín nhiệm ở mức cao thì phụ phí phát hành sẽ thấp và lãi suất phát hành sẽ thấp. Ngược lại, tổ

chức phát hành được đánh giá mức độ tín nhiệm thấp thì phụ phí phát hành sẽ cao và lãi suất phát hành trái phiếu sẽ cao.

+ *Bảo hiểm và hỗ trợ nâng cao mức tín nhiệm trái phiếu*

Những tổ chức bảo hiểm cam kết sẽ thanh toán đúng hạn cả gốc và lãi cho nhà đầu tư, trong trường hợp nhà phát hành gặp rủi ro không trả được nợ. Bảo hiểm là biện pháp làm tăng hạng mức xếp hạng tín nhiệm, giảm rủi ro, đảm bảo cho sự phát triển ổn định của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương. Đồng thời, bảo hiểm làm cho lãi suất phát hành thấp, với sự đánh đổi là nhà phát hành phải trả một khoản phí nhất định cho nhà bảo hiểm. Vì vậy, trong giai đoạn đầu một số trái phiếu chính quyền địa phương có hạng mức tín nhiệm thấp, cần xem xét đến yếu tố bảo hiểm nhằm hạn chế rủi ro, để kích thích, thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư.

Chủ thể quản lý và điều hành thị trường

+ *Chủ thể tổ chức và vận hành thị trường*

Gồm có sàn giao dịch chứng khoán tập trung và các tổ chức tự quản:

Sàn giao dịch chứng khoán tập trung: tổ chức này có nhiệm vụ tạo ra địa điểm và cơ sở vật chất phục vụ cho các giao dịch chứng khoán được tiến hành thuận lợi và thực hiện chức năng điều hành, giám sát và bảo vệ lợi ích chung của toàn thị trường. Trên cơ sở các quy định của pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

Các tổ chức tự quản: đây là các hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán, với thành viên là các công ty chứng khoán, mục tiêu hoạt động là tạo ra tiếng nói chung cho toàn ngành và đảm bảo lợi ích chung cho toàn thị trường.

+ *Cơ quan quản lý nhà nước*

Cơ quan này có nhiệm vụ đảm bảo cho thị trường chứng khoán hoạt động theo đúng các quy định của pháp luật, đảm bảo cho các hoạt động mua bán chứng khoán trên thị trường diễn ra một cách công khai, công bằng, tránh những yếu tố tiêu cực có thể xảy ra, nhằm bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư.

1.2.4.2. Các phương thức phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Trong từng đợt phát hành trái phiếu, chủ thể phát hành phải thực hiện những nội dung, bao gồm: chuẩn bị phát hành và lựa chọn phương thức phát hành.

Giai đoạn chuẩn bị phát hành

Để phát hành trái phiếu, trước hết chính quyền địa phương phải có được thẩm quyền theo luật định. Sau đó sẽ xây dựng kế hoạch phát hành, thiết lập mệnh giá trái phiếu, kỳ hạn trái phiếu, thời gian của đợt phát hành. Trong từng đợt phát hành trái phiếu, chính quyền địa phương phải chuẩn bị những tài liệu sau đây:

+ Thông báo chính thức

Cơ quan phát hành phải chuẩn bị một thông báo chính thức. Đây là một tài liệu tổng kết những đặc điểm của đợt phát hành trái phiếu. Báo cáo này như một bản cáo bạch của trái phiếu công ty. Nội dung của báo cáo chính thức này phản ánh toàn bộ thông tin về tình hình kinh tế xã hội cũng như tình hình tài chính của địa phương. Trước khi phát hành thông báo chính thức, thì một thông báo sơ bộ có thể được phát hành và gửi đến các nhà đầu tư, tương tự như một báo cáo sơ bộ của bản cáo bạch trái phiếu công ty.

Một thông tin quan trọng mà các nhà đầu tư quan tâm trong từng đợt phát hành trái phiếu chính quyền địa phương là kết quả xếp hạng tín nhiệm được các tổ chức xếp hạng công bố. Các cơ quan xếp hạng tín nhiệm dựa trên các tiêu chí để phân tích tình hình tài chính của cơ quan phát hành về uy tín, khả năng thanh toán cũng như tính lỏng của trái phiếu. Việc xếp hạng trái phiếu có ảnh hưởng

trực tiếp tới lãi suất của trái phiếu. Xếp hạng càng cao lãi suất trái phiếu phát hành càng thấp và ngược lại. Đồng thời, kết quả này cũng có ảnh hưởng tới tính lỏng của trái phiếu, giá trái phiếu trên thị trường giao dịch sơ cấp và thứ cấp.

+ *Ý kiến pháp lý*

Là ý kiến của các luật sư chuyên về trái phiếu chính quyền địa phương nhận định các nội dung tính hợp lệ, hợp pháp của loại trái phiếu sắp phát hành. Mặc dù trái phiếu chính quyền địa phương có độ an toàn cao, nhưng nhằm củng cố niềm tin của các nhà đầu tư, cơ quan phát hành sẽ trưng cầu ý kiến của các nhà tư vấn luật độc lập này.

+ *Thỏa ước trái phiếu*

Khi phát hành trái phiếu, chính quyền địa phương phải phát hành một báo cáo trích dẫn các điều khoản về thỏa ước trái phiếu. Báo cáo được xem như một hợp đồng giữa nhà phát hành và các nhà đầu tư khi mua trái phiếu, với nội dung thể hiện các điều khoản của công cụ chứng khoán, quyền và nghĩa vụ của các bên. Ngoài ra, nó còn đề cập đến các điều khoản về bồi thường khi có vi phạm, cũng như các điều khoản có liên quan đến việc thanh toán trái phiếu trước hạn và các quỹ thanh toán trái phiếu.

+ *Thỏa ước về lãi suất*

Trái phiếu chính quyền địa phương có thể phát hành theo lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi, tùy theo từng cơ chế mà sẽ xác định các điều khoản trong bản giao kèo về lãi suất. Vì vậy, dựa trên cơ sở bản thỏa ước lãi suất sẽ đưa ra những giải pháp hoặc phương thức thiết lập lãi suất để tính phí đối với người sử dụng công trình được tài trợ thông qua trái phiếu.

+ *Báo cáo tài chính và báo cáo thường niên*

Những báo cáo này được xác nhận bởi một công ty kiểm toán độc lập. Điều này, có nghĩa như một xác nhận đối với nhà đầu tư rằng những số liệu trên các

báo cáo tài chính và báo cáo thường niên là tin cậy và chứng thực tình hình tài chính của địa phương phát hành trái phiếu.

Các phương thức phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Để đảm bảo cho các đợt phát hành trái phiếu chính quyền địa phương đạt hiệu quả, tùy thuộc vào tình hình thị trường tài chính, uy tín của nhà phát hành có thể vận dụng linh hoạt các phương thức sau:

+ Phương thức bảo lãnh và đại lý phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Bảo lãnh phát hành là việc một tổ chức bảo lãnh giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi phát hành trái phiếu ra thị trường chứng khoán, phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư, nhận mua trái phiếu để bán lại hoặc mua số trái phiếu còn lại chưa phân phối hết. Như vậy, bảo lãnh phát hành bao gồm hai khâu cơ bản là tư vấn tài chính và phân phối chứng khoán.

Với phương thức đại lý phát hành là việc tổ chức phát hành ủy thác cho các tổ chức khác thực hiện bán trái phiếu cho các nhà đầu tư. Trường hợp không bán hết, tổ chức đại lý phát hành được trả lại số trái phiếu còn lại cho tổ chức phát hành.

◆ Quy trình phương thức bảo lãnh phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

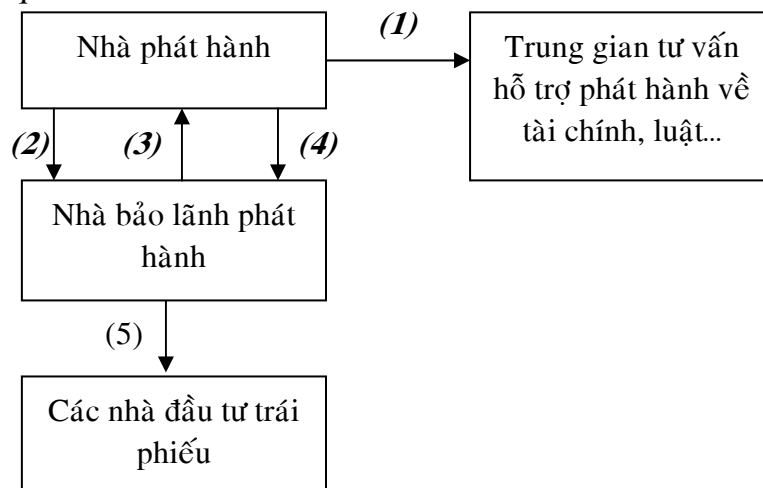
Bảo lãnh phát hành chủ yếu thực hiện qua hai phương thức: đấu thầu cạnh tranh và bảo lãnh phát hành thỏa thuận.

Bảo lãnh phát hành theo cơ chế đấu thầu cạnh tranh: việc bảo lãnh phát hành thực hiện qua cơ chế đấu thầu cạnh tranh công khai giữa các thành viên bảo lãnh. Giá đấu thầu có thể biểu hiện trong lãi suất trái phiếu hoặc giá trái phiếu. Nhà phát hành sẽ giành quyền bán trái phiếu cho những nhà bảo lãnh phát hành nào đưa ra mức lãi suất thấp nhất. Trái

phiếu sau đó sẽ được chuyển giao cho nhà phát hành và được thanh toán toàn bộ tiền phát hành trái phiếu. Sau đó, những nhà bảo lãnh độc lập sẽ bán trái phiếu ra công chúng với giá được xác định trước.

Bảo lãnh phát hành theo cơ chế thỏa thuận: nhà phát hành sẽ lựa chọn trong số các tổ chức bảo lãnh thỏa các điều kiện về tài chính, khả năng phân phối trái phiếu ra công chúng đầu tư và có mức phí bảo lãnh thấp nhất, mà không cần thông qua đấu thầu. Phương thức này thường áp dụng đối với trái phiếu thu nhập.

Các bước thực hiện bảo lãnh phát hành trái phiếu theo cơ chế cạnh tranh có thể khái quát qua sơ đồ sau:



Hình 1.1: Quy trình bảo lãnh phát hành trái phiếu theo cơ chế cạnh tranh

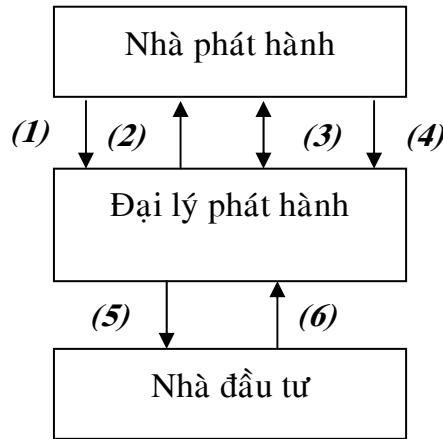
- (1) Trước tiên một bản ý kiến do các chuyên gia tư vấn luật chuẩn bị. Đồng thời, cơ quan phát hành trái phiếu chuẩn bị một thư xác nhận khách quan cho người sở hữu trái phiếu về tình hình tài chính của mình, và thông báo về đợt phát hành trái phiếu trên các phương tiện thông tin đại chúng.
- (2) Nhà phát hành chuẩn bị thông báo bán trái phiếu chính thức, nội dung liệt kê các điều khoản về đặc điểm trái phiếu mới phát hành, thủ tục đấu thầu, số tiền đặt cọc cần thiết cho việc dự thầu. Trường hợp bảo lãnh thỏa thuận

nhà phát hành gửi thông báo về đợt phát hành trái phiếu cho các tổ chức bảo lãnh để họ xem xét và nộp đơn đăng ký tham gia.

- (3) Các nhà bảo lãnh phát hành, nhóm các nhà bảo lãnh phát hành có quan tâm đến trái phiếu và muốn tham gia bảo lãnh phát hành sẽ tiến hành các thủ tục, hồ sơ đăng ký dự thầu theo quy định. Giá dự thầu được niêm phong trong một phong bì và gửi trực tiếp cho nhà phát hành.
- (4) Khi mở thầu, nhà bảo lãnh phát hành nào đưa ra một mức lãi suất thấp nhất sẽ được nhà phát hành chọn trúng thầu. Nếu như nhiều giá bỏ thầu có cùng lãi suất thì nhà bảo lãnh nào đưa ra khoản chênh lệch giá phát hành và mệnh giá cao nhất sẽ trúng thầu. Tiêu chuẩn lựa chọn nhà bảo lãnh phát hành thỏa thuận là khả năng phân phối trái phiếu ra thị trường và mức phí bảo lãnh thấp nhất.
- (5) Các nhà bảo lãnh phát hành độc lập hoặc nhóm bảo lãnh phát hành sẽ chào bán trái phiếu ra công chúng. Khi bán trái phiếu cho các nhà đầu tư, các nhà bảo lãnh phát hành chuyển giao trái phiếu kèm theo bản ý kiến về giá trị pháp lý.

◆ ***Quy trình phương thức đại lý phát hành trái phiếu chính quyền địa phương***

Chính quyền địa phương tận dụng tính chuyên nghiệp hóa trong kinh doanh và hệ thống chi nhánh của các đại lý để mở rộng các kênh cung ứng, đưa trái phiếu nhanh chóng ra thị trường, đảm bảo tiến độ huy động vốn và giảm thiểu chi phí phát hành.



Hình 1.2: Quy trình phát hành trái phiếu theo phương thức đại lý phát hành

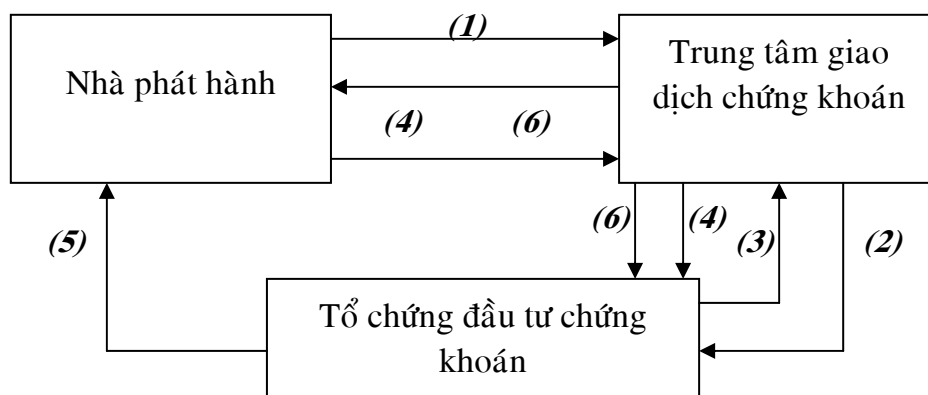
- (1) Nhà phát hành gửi thông báo với nội dung dự kiến đợt phát hành trái phiếu cho các đại lý phát hành.
- (2) Nhận được đề nghị tham gia làm đại lý phát hành của những tổ chức này. Nhà phát hành sẽ lựa chọn từ các đại lý cho đợt phát hành trái phiếu dựa trên các điều kiện quy định.
- (3) Nhà phát hành và đại lý ký kết với nhau hợp đồng đại lý, trong đó nội dung xác định rõ về loại trái phiếu nhận phát hành; thời hạn, phương thức thanh toán khi phát hành trái phiếu; phí đại lý; quyền hạn và trách nhiệm của mỗi bên; giải quyết khi có khiếu nại tranh chấp...
- (4) Thông báo nội dung đợt phát hành trái phiếu: tổ chức phát hành ra “thông báo về nội dung đợt phát hành trái phiếu” gửi đến các đại lý và thông báo trên các phương tiện thông tin đại chúng.
- (5) Chuyển giao trái phiếu cho các tổ chức đại lý phát hành số lượng trái phiếu đã nhận đăng ký phát hành theo nội dung hợp đồng đã ký. Trong thời gian phát hành, đại lý phải có trách nhiệm bảo quản trái phiếu và định kỳ tổng kết chuyển tiền bán trái phiếu cho tổ chức phát hành.
- (6) Sau khi kết thúc đợt phát hành, tổ chức đại lý phát hành sẽ chuyển trả tổ chức phát hành lượng trái phiếu chưa bán hết, đồng thời quyết toán toàn bộ tiền thu được từ bán trái phiếu với tổ chức phát hành.

+ Phương thức phát hành trái phiếu chính quyền địa phương qua trung tâm giao dịch chứng khoán tập trung

Trái phiếu chính quyền địa phương phát hành qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung được niêm yết và giao dịch tại sàn giao dịch chứng khoán. Trung tâm giao dịch chứng khoán là đại lý tổ chức phát hành trong việc xét duyệt tư cách thành viên tham gia đấu thầu, nhận đơn đặt thầu, xét thầu và công bố kết quả trúng thầu.

Đối tượng tham gia đấu thầu trái phiếu qua thị trường chứng khoán tập trung là những nhà đầu tư có tổ chức như : các định chế tài chính trung gian, các công ty kinh doanh chứng khoán, các tổ chức kinh tế... được trung tâm giao dịch chứng khoán công nhận tư cách thành viên, có năng lực tài chính và tư cách pháp nhân kinh doanh.

Việc đấu thầu trái phiếu qua trung tâm giao dịch chứng khoán tập trung được thực hiện dưới 2 hình thức: đấu thầu cạnh tranh lãi suất và kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất trong đợt phát hành trái phiếu. Theo quy định xét trong điều kiện cụ thể nhà phát hành sẽ quyết định hình thức thích hợp cho từng phiên. Tổ chức đấu thầu trái phiếu tiến hành theo quy trình và khái quát qua sơ đồ sau:



Hình 1.3: Quy trình phát hành trái phiếu qua trung tâm giao dịch chứng khoán tập trung

- (1) Căn cứ vào kế hoạch huy động vốn cho ngân sách nhà nước, nhu cầu sử dụng vốn, tình hình thị trường tài chính. Nhà phát hành lập kế hoạch phát hành, sau đó liên hệ với trung tâm giao dịch chứng khoán phối hợp phát hành.
- (2) Căn cứ vào đề nghị của tổ chức phát hành, trung tâm giao dịch chứng khoán gửi thông báo phát hành trái phiếu đến các thành viên và thông báo trên các phương tiện thông tin đại chúng thông tin về đợt phát hành.
- (3) Các thành viên có quan tâm đến đợt phát hành sẽ liên hệ với trung tâm giao dịch chứng khoán, tiến hành các thủ tục đăng ký đặt thầu theo quy định. Các tổ chức cá nhân không là thành viên có thể đặt thầu qua các thành viên.
- (4) Xác định khối lượng và lãi suất trái phiếu trúng thầu: căn cứ về khối lượng, lãi suất đặt thầu của các thành viên dự thầu và các nguyên tắc xét thầu trung tâm giao dịch chứng khoán xác định lãi suất và khối lượng trúng thầu. Sau đó, trung tâm giao dịch chứng khoán gửi bản tổng hợp kết quả đấu thầu cho tổ chức phát hành, đồng thời gửi kết quả trúng thầu cho các đơn vị tham gia đấu thầu và công bố kết quả trên các phương tiện thông tin đại chúng.
- (5) Các tổ chức trúng thầu trong thời gian quy định phải chuyển toàn bộ số tiền mua trái phiếu đã được xác định trong thông báo trúng thầu vào tài khoản của tổ chức phát hành.
- (6) Căn cứ và thông báo về tiền thu bán trái phiếu từ tổ chức trúng thầu trung tâm giao dịch chứng khoán làm thủ tục ghi sổ và chuyển giao trái phiếu cho các tổ chức trúng thầu.

Qua phân tích trên cho thấy mỗi một phương thức phát hành có những đặc điểm và những mặt tích cực cũng như hạn chế nhất định, tùy theo điều kiện tình hình, tổ chức phát hành sẽ lựa chọn phương thức phù hợp.

Bảng 1.3: Đánh giá các phương thức phát hành trái phiếu

	Tích cực	Hạn chế
Đại lý phát hành	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mở rộng đầu mối phát hành, thu hút đông đảo các đối tượng đầu tư đặc biệt là các nhà đầu tư có quy mô nhỏ, các nhà đầu tư tư nhân; ▪ Có thể áp dụng cho những nhà phát hành lần đầu; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sự linh hoạt bị giới hạn; ▪ Chi phí cao; ▪ Thời gian phát hành kéo dài; ▪ Không đảm bảo về lượng trái phiếu phát hành;
Bảo lãnh phát hành	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Khai thác được tính chuyên nghiệp hóa trong kinh doanh của các tổ chức bảo lãnh; ▪ Tăng tính thanh khoản của trái phiếu thông qua cơ chế bảo lãnh; ▪ Đảm bảo về thời gian và khối lượng cho các đợt phát hành; ▪ Xây dựng được cơ chế đảm bảo sự an toàn và thúc đẩy thị trường trái phiếu phát triển, với tỷ lệ tối thiểu trái phiếu được phân phối ra thị trường; ▪ Thích hợp khi thị trường trái phiếu ở giai đoạn đầu; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Không xây dựng được cơ chế cạnh tranh khi xác định lãi suất trái phiếu. Vì vậy, có thể làm cho lãi suất các đợt phát hành còn cao;
Phát hành qua TTGD chứng khoán	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Khai thác những lợi thế của TTGDCK về cơ sở vật chất, mối quan hệ với các nhà đầu tư, xét thầu, niêm yết và lưu ký chứng khoán... ▪ Tiết kiệm thời gian và giảm chi phí phát hành. ▪ Lãi suất được xác định theo cơ chế cạnh tranh; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Khó áp dụng cho các loại trái phiếu phát hành lần đầu, khi các nhà đầu tư chưa nắm bắt được nhiều thông tin về trái phiếu; ▪ Chịu ảnh hưởng bởi tình hình giao dịch chứng khoán trên thị trường;

1.3. KIỂM SOÁT NỢ VAY VÀ CÁC BIỆN PHÁP PHÒNG CHỐNG RỦI RO TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG

Phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương góp phần làm tăng khả năng huy động vốn, mở rộng đầu tư cơ sở hạ tầng thúc đẩy kinh tế xã hội của địa phương phát triển. Tuy nhiên, sự lớn mạnh của thị trường này cũng sẽ tác động đến cơ cấu tài chính địa phương và thị trường tài chính, cụ thể như:

Tăng mức dư nợ vay của ngân sách địa phương

Các địa phương do quá lạm dụng phương thức phát hành trái phiếu để huy động vốn tài trợ các các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng, sẽ làm mức vay nợ của ngân sách địa phương tăng lên. Điều này, ảnh hưởng rất lớn đến tình hình an ninh tài chính địa phương cũng như quốc gia. Với mức bội chi ngân sách quá lớn sẽ làm cho khả năng cân đối nguồn thu đảm bảo thanh toán nợ khi đáo hạn khó có thể thực hiện được, dẫn đến vỡ nợ địa phương. Ở các nước có thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển, hiện tượng này đã từng xảy ra, và sau đó phải có sự can thiệp kiểm soát của chính quyền trung ương.

Sự phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương có tác động đến thị trường trái phiếu chính phủ

Là một bộ phận của thị trường trái phiếu của nhà nước, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển sẽ góp phần thúc đẩy thị trường này phát triển. Tuy nhiên, nó cũng tạo ra sự cạnh tranh giữa các thị trường bộ phận khác như thị trường trái phiếu chính phủ. Đặc biệt, ở các quốc gia thực hiện nguyên tắc tập trung thống nhất trong quản lý hệ thống ngân sách nhà nước, khi gia tăng mức vay nợ địa phương sẽ chèn lấn vay nợ của trung ương làm giảm quy mô của thị trường trái phiếu chính phủ, và khu vực tư. Mặc khác, gia tăng vay nợ địa phương sẽ làm tăng rủi ro vỡ nợ ngầm định của chính quyền trung ương.

Vì vậy, việc xây dựng một cơ chế kiểm soát vay nợ và thực hiện các biện pháp hạn chế rủi ro trái phiếu chính quyền địa phương là cần thiết, nhằm tạo nên sự ổn định của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

1.3.1. Kiểm soát nợ vay của địa phương

Theo kinh nghiệm của các nước phát triển, cơ chế giám sát vay nợ địa phương có thể thực hiện theo mô hình hệ thống phê chuẩn hoặc mô hình thảo luận lấy ý kiến.

Đối với hệ thống phê chuẩn các khoản vay của địa phương đều phải được sự phê chuẩn của hội đồng lập pháp cùng cấp, lãnh đạo của địa phương, cũng như cơ quan quản lý nhà nước cấp trên trong mức giới hạn nợ vay theo quy định của địa phương. Mục tiêu chính của hệ thống này nhằm tăng cường sự giám sát vay nợ của chính quyền địa phương, tránh tình trạng nợ địa phương tăng lên quá mức, ảnh hưởng đến sự ổn định của hệ thống ngân sách quốc gia, đồng thời hạn chế mở rộng vay nợ để tài trợ cho những dự án đầu tư không hiệu quả. Nhưng nội tại của cơ chế này lại cho thấy có một sự bảo lãnh ngầm từ chính quyền trung ương cho các khoản vay nợ của địa phương thông qua quy trình phê duyệt.

Hệ thống lấy ý kiến được xem là mô hình mới, gắn với các khoản vay nợ của địa phương qua phát hành trái phiếu thu nhập, trên cơ sở hiệu quả của dự án đầu tư đã được các chuyên gia tính toán phân tích, nguồn thu nhập từ khai thác dự án đầu tư đủ đảm bảo hoàn trả nợ vay. Trong trường hợp này, cho phép địa phương có thể mở rộng các khoản vay nợ mà không có giới hạn, vừa tạo nên tính chủ động nhưng cũng tăng cường trách nhiệm đối với chính quyền địa phương. Điều này, cho thấy không có một sự bảo lãnh ngầm nào từ chính quyền trung ương một khi không có sự phê duyệt.

1.3.2. Các biện pháp phòng chống rủi ro trái phiếu chính quyền địa phương

Ngoài những biện pháp kiểm soát vay nợ của chính quyền địa phương nhằm duy trì năng lực thanh toán chủ thể phát hành bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư, hạn chế rủi ro vỡ nợ. Bên cạnh đó, để thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển ổn định, những biện pháp phòng chống rủi ro trái phiếu chính quyền địa phương cần phải đặc biệt quan tâm. Có thể thực hiện các biện pháp chủ yếu sau:

Khống chế tỷ lệ nợ hợp lý

+ ***Giới hạn mức vay nợ của địa phương:*** để hạn chế việc mở rộng vay nợ quá mức của chính quyền các địa phương dẫn đến rủi ro mất khả năng thanh toán, vỡ nợ, nhất thiết phải xây dựng một hạn mức tín dụng cho từng địa phương. Trong năm tài chính, chính quyền địa phương chỉ được vay nợ tối đa bằng với hạn mức. Đồng thời, nhà nước cần thiết phải xây dựng nội dung cụ thể về các dự án đầu tư được tài trợ từ nguồn vốn vay, điều này, sẽ là cơ sở cho việc kiểm soát trong quá trình sử dụng vốn vay, nhằm nâng cao tính hiệu quả và đảm bảo nguồn tài chính thanh toán nợ khi đến hạn.

+ ***Xác định các tỷ lệ nợ hợp lý:*** vận dụng các chỉ số kiểm soát nợ quốc gia để đánh giá nợ địa phương như các chỉ số sau:

$$\frac{\text{Nợ công}}{\text{GDP địa phương}}$$

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{Thu ngân sách địa phương}}$$

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{Tốc độ tăng trưởng kinh tế địa phương}}$$

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{Lãi suất thực}}$$

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{Thu nhập}}$$

Vận dụng các công cụ chứng khoán phái sinh

+ ***Phương thức “hoán nợ”***

Các nhà phát hành cũng có thể lập “*quỹ trả nợ trước hạn thông qua phát hành trái phiếu mới*”. Trong trường hợp này, cơ quan phát hành sẽ bán trái phiếu mới và gửi tiền vào một tài khoản được mở tại một ngân hàng hoặc một định chế tài chính. Cho đến khi trái phiếu cũ đến hạn thanh toán hay thu hồi trước hạn, nhà phát hành dùng quỹ này để thanh toán. Số tiền trên tài khoản do bên thứ ba quản lý hộ có thể được sử dụng để đầu tư nhằm mục đích kiếm lời, tuy nhiên tất cả thu nhập có được từ khoản đầu tư này sẽ sử dụng để trả lãi và thanh toán nợ cũ.

Đối với loại trái phiếu thu nhập, nguồn tài chính thanh toán nợ trái phiếu là từ thu nhập công trình đầu tư được tài trợ từ nguồn vốn phát hành trái phiếu mang lại. Do vậy, cơ quan phát hành phải lập một quỹ tích lũy để đảm bảo thanh toán nợ khi đến hạn, nguồn tài chính hình thành quỹ chủ yếu là khấu hao công trình, lợi nhuận hình thành từ nguồn thu phí vận hành công trình do người tiêu dùng thanh toán.

+ *Phái sinh quyền mua lại trái phiếu trước hạn*

Đối với loại trái phiếu có điều khoản về quỹ thanh toán nợ, nhà phát hành sẽ thanh toán từng phần hay toàn bộ số tiền gốc trái phiếu vào ngày đến hạn. Khi lãi suất trên thị trường giảm, nhà phát hành có thể thu hồi trái phiếu bằng cách thông báo lệnh thu hồi trên các ấn phẩm tài chính, hoặc có thể qua các phương tiện thông tin đại chúng trước ngày thu hồi trái phiếu trước hạn một khoản thời gian nhất định theo quy định. Những trái phiếu thanh toán trước hạn thường được thu hồi theo mức giá cao hơn mệnh giá. Mức giá cao hơn này càng giảm xuống khi trái phiếu càng tiến gần đến thời điểm đáo hạn. Mặt khác, những người sở hữu trái phiếu cũng có thể trả lại trái phiếu trước hạn cho nhà phát hành theo giá quy định. Cơ quan phát hành có quyền chấp nhận hay từ chối việc trả lại trái phiếu trước hạn.

Như vậy, phái sinh quyền gọi mua lại trái phiếu trước hạn giúp cho các nhà phát hành giảm mức độ thiệt hại khi phát hành với lãi suất cao và sau đó lãi suất thị trường giảm. Khi phát hành, nhà phát hành tạo ra phái sinh này và đưa vào điều khoản phát hành. Tuy nhiên, trong một số trường hợp nhà đầu tư cũng có thể mua “quyền gọi mua lại trái phiếu trước hạn” khi mua trái phiếu nhằm ổn định danh mục vốn đầu tư, làm cho phái sinh này trở thành một loại hàng hóa giao dịch trên thị trường. Do vậy, phái sinh này mang lại lợi ích cho nhà phát hành và cả những nhà đầu tư trên thị trường.

+ *Áp dụng phái sinh hoán đổi lãi suất để hạn chế rủi ro biến động lãi suất trong thời gian lưu hành trái phiếu, giảm gánh nặng chi phí nợ cho nhà phát hành*

Được xem như một công cụ phái sinh giúp cho chính quyền địa phương hạn chế được rủi ro do lãi suất thị trường thay đổi. Việc thực hiện phát hành trái phiếu có lãi suất thả nổi, nhà nước phải thanh toán tiền lãi cho nhà đầu tư định kỳ theo mức lãi suất của thị trường. Điều này, có thể dẫn đến rủi ro là làm tăng gánh nợ của ngân sách địa phương nếu như lãi suất thị trường tại thời điểm thanh toán tăng. Để hạn chế bất lợi này, nhà nước vận dụng nghiệp vụ hoán đổi lãi suất, bằng việc thực hiện một khoản vay với lãi suất cố định và cho vay theo lãi suất thả nổi với thỏa thuận được thiết lập tương đồng với khoản nợ lãi trái phiếu thanh toán cho nhà đầu tư. Khi lãi suất thị trường thay đổi, tạo nên chênh lệch giữa lãi suất thả nổi và lãi suất cố định trong nghiệp vụ, một trong hai bên có phần nợ lãi lớn hơn chỉ cần thanh toán khoản chênh lệch lãi cho bên kia. Thông qua nghiệp vụ này, nhà nước đã hoán đổi khoản nợ của trái phiếu lãi suất thả nổi thành khoản nợ có lãi suất cố định. Đồng thời, nghiệp vụ này cũng có thể làm giảm chi phí vay nợ của các định chế tài chính, do họ có mức tín nhiệm thấp nên khi vay vốn trên thị trường thường có chi phí cao hơn so với nhà nước. Nếu lãi suất thị

trường giảm, qua nghiệp vụ hoán đổi lãi suất sẽ chuyển thành khoản vay lãi suất thả nổi, tổ chức này sẽ được hưởng lợi.

Trong trường hợp ngược lại, khi nhà nước phát hành lãi suất cố định và định chế tài chính có khoản vay với lãi suất thả nổi. Hoán đổi lãi suất sẽ cố định lãi suất đối với định chế tài chính và thả nổi lãi suất đối với nhà nước.

Như vậy, nghiệp vụ hoán đổi lãi suất tạo nên cơ chế lãi suất linh hoạt khi phát hành trái phiếu, góp phần làm tăng tính thanh khoản trái phiếu, hạn chế rủi ro cho các chủ thể đi vay khi lãi suất thị trường biến động.

Thực hiện bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương khi phát hành

Bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương là hoạt động mà theo đó một bên thứ ba gọi là nhà bảo hiểm cam kết trả lãi và vốn gốc trong trường hợp nhà phát hành trả lãi và vốn gốc không đúng thời hạn như đã cam kết. Bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương thường thực hiện trong các đợt phát hành đầu tiên hoặc các nhà đầu tư có thể mua bảo hiểm độc lập cho những trái phiếu chưa được bảo hiểm để đảm bảo an toàn cho các khoản đầu tư.

Như vậy, lợi ích khi thực hiện bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương có thể được phản ánh qua các nội dung sau:

- + *Gia tăng tính an toàn trong đầu tư trái phiếu:* các nhà bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương tạo ra sự an toàn trong đầu tư. Khi nhà phát hành không có khả năng chi trả nợ nhà bảo hiểm có trách nhiệm chi trả thay, và sau đó, khi nhà phát hành có khả năng thanh toán trở lại, họ phải bồi hoàn lại toàn bộ số tiền phát sinh trong suốt thời gian chậm trễ cho nhà bảo hiểm.

- + *Tăng mức độ xếp hạng tín nhiệm cho trái phiếu:* do các công ty bảo hiểm có mức độ tín nhiệm cao, với mức xếp hạng tín nhiệm này sẽ làm tăng thêm tính thương mại của trái phiếu chính quyền địa phương đã được bảo hiểm. Trái phiếu

được bảo hiểm bởi công ty nào thì mức xếp hạng tín nhiệm tương tự như công ty đó. Điều này, giúp cho trái phiếu dễ dàng phát hành trên thị trường sơ cấp và gia tăng khối lượng giao dịch trên thị trường thứ cấp.

+ *Tăng tính thương mại của trái phiếu:* những nhà đầu tư trái phiếu trên thị trường thường chỉ chú ý đến yếu tố trái phiếu có được bảo hiểm hay không, họ không quan tâm nhiều đến việc công ty nào bảo hiểm trái phiếu, điều này, làm cho trái phiếu dù được bảo hiểm bởi các công ty khác nhau nhưng có xu hướng giao dịch như nhau. Tính đồng nhất thị trường này, tạo điều kiện thuận lợi cho người sở hữu trái phiếu khi họ muốn chuyển nhượng trái phiếu.

1.4. VAI TRÒ CỦA THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG

Để đảm bảo tốc độ tăng trưởng kinh tế cao, ổn định và bền vững, nhu cầu vốn đầu tư cho phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng của cả nước nói chung và của từng địa phương nói riêng là rất lớn và cần thiết. Cùng với quá trình phát triển nền kinh tế theo cơ chế kinh tế thị trường, phân cấp về đầu tư và trong quản lý ngân sách nhà nước không ngừng được đẩy mạnh về cho chính quyền địa phương, nhằm phát huy tính chủ động sáng tạo của cấp chính quyền địa phương. Sự phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương mang lại những lợi ích to lớn như sau:

Góp phần thu hút nguồn vốn nhân rồi

Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương góp phần làm gia tăng các công cụ nợ, mở rộng thực hiện huy động các nguồn vốn nhân rồi của địa phương. So với các loại trái phiếu, trái phiếu chính quyền địa phương có mức độ tín nhiệm cao chỉ sau trái phiếu chính phủ, do đó thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư. Đối với các nhà đầu tư có tổ chức như: NHTM, quỹ hỗ tương, công ty bảo hiểm... đây là danh mục đầu tư vừa có mức sinh lợi cao lại an toàn và có thể hoán

đổi dễ dàng trên thị trường thứ cấp. Các nhà đầu tư tư nhân và doanh nghiệp cũng có thể tận dụng bộ phận vốn tiết kiệm, nhàn rỗi để trực tiếp đầu tư trái phiếu hoặc thông qua các quỹ đầu tư.

Đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư hạ tầng cơ sở của địa phương

Đầu tư vào các dự án hạ tầng kỹ thuật đòi hỏi phải có nguồn vốn tài trợ lớn, thời gian lâu dài, nhưng lại có ý nghĩa rất lớn với sự phát triển kinh tế xã hội địa phương. Trong cơ chế kinh tế thị trường, việc vận dụng các phương thức tín dụng là một giải pháp hữu hiệu của chính quyền địa phương thực hiện đầu tư. Thông qua phát hành trái phiếu, chính quyền địa phương sẽ khai thác các nguồn vốn đầu tư lớn với chi phí trả lãi thấp và thời gian dài phù hợp cho việc đầu tư những công trình công cộng mang lại hiệu quả cao.

Góp phần thực hiện cân đối ngân sách địa phương tích cực

Theo lý thuyết về cân đối ngân sách tích cực của các nhà kinh tế theo trường phái Keynes. Lý thuyết này cho rằng trong giai đoạn kinh tế suy thoái, chậm phát triển, nguồn thu của NSNN giảm đặc biệt là các nguồn thu từ thuế. Chính phủ sẽ không góp phần làm tăng thêm khó khăn cho nền kinh tế bằng việc tăng thuế hoặc cắt giảm chi tiêu. Thay vào đó chính phủ sẽ phát hành trái phiếu, hoặc các hình thức vay khác tạo nguồn thu, sử dụng nguồn vốn này để mở rộng tài trợ cho các dự án đầu tư phát triển và sẽ hoàn trả nợ vay khi nền kinh tế phục hồi. Việc gia tăng chi tiêu công, đặc biệt là cho đầu tư công, trong điều kiện kinh tế khó khăn sẽ góp phần thực hiện kích cầu cải thiện tình trạng suy thoái, và sẽ cắt giảm chi tiêu khi nền kinh tế phục hồi.

Do vậy, đối với các dự án đầu tư hạ tầng kỹ thuật đô thị phần lớn được tài trợ từ nguồn vốn NSNN, nguồn vốn đầu tư ODA được phân bổ hay vay lại từ NSTW, hoặc huy động thông qua các hình thức tín dụng ngân hàng với lãi suất cao, thời gian vay vốn thường không dài. Với việc đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng

kỹ thuật và xã hội, đã tạo ra áp lực làm gia tăng mức bội chi của ngân sách địa phương. Theo kinh nghiệm của các nước, việc đẩy mạnh phân cấp về đầu tư và vay nợ cho chính quyền địa phương, phát hành các loại trái phiếu là biện pháp sẽ thật sự giải quyết được những hạn chế mất cân đối trên. Việc huy động vốn qua thị trường trái phiếu có một ưu điểm nổi bật sau:

- + Huy động được một lượng vốn lớn từ nhiều nguồn khác nhau. Nguồn vốn này có thể từ dân chúng, các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh hàng hóa, các định chế tài chính như: NHTM, các công ty bảo hiểm tài sản, bảo hiểm tai nạn.

- + Huy động vốn qua thị trường trái phiếu với chi phí thấp, góp phần nâng cao hiệu quả của các công trình đầu tư. Vận dụng phương thức huy động vốn trực tiếp qua cơ chế thị trường, là sự gặp gỡ trực tiếp giữa các nguồn cung cầu về vốn, đã làm giảm chi phí môi giới trung gian. Mặt khác, khi phát hành trái phiếu chính quyền địa phương sử dụng các phương thức phát hành hiện đại sẽ làm giảm chi phí huy động vốn. Những dự án đầu tư được tài trợ bằng nguồn vốn phát hành trái phiếu có chi phí sử dụng vốn thấp hợp lý, sẽ góp phần rất lớn vào hiệu quả kinh tế xã hội khi khai thác dự án.

- + Nguồn vốn huy động qua thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là nguồn vốn trung dài hạn có thời gian phổ biến từ ba hoặc năm năm trở lên. Do vậy, đã tạo ra sự ổn định tương đối của ngân sách địa phương, phù hợp cho tài trợ các dự án đầu tư phát triển hạ tầng cơ sở địa phương, trong bối cảnh các nguồn thu ngân sách cân đối cho đầu tư còn hạn chế, các nguồn vay khác quy mô nhỏ thời gian ngắn.

- + Cân đối ngân sách bằng nguồn vốn vay qua phát hành trái phiếu góp phần tăng cường tính công khai minh bạch trong quản lý tài chính của chính quyền địa phương. Để thu hút sự quan tâm các nhà đầu tư, đòi hỏi các địa phương phát hành trái phiếu xây dựng được hạng mục tín nhiệm riêng. Điều này, ngoài

việc xác lập niềm tin của các nhà đầu tư với chính quyền địa phương, mà còn thể hiện tình hình năng lực tài chính vững mạnh đảm bảo việc hoàn trả nợ vay khi trái phiếu đến hạn. Nếu hạng mức tín nhiệm càng cao thì chi phí lãi trái phiếu phát hành càng thấp, và ngược lại với mức tín nhiệm thấp thì lãi suất huy động vốn qua phát hành trái phiếu sẽ cao.

+ Cùng với các kênh huy động vốn khác, thị trường trái phiếu là kênh huy động vốn năng động, tạo điều kiện cho chính quyền đẩy mạnh đầu tư hoàn thiện hệ thống cơ sở hạ tầng. Do vậy, ý nghĩa của thị trường trái phiếu đối với sự thúc đẩy kinh tế địa phương phát triển sẽ gắn liền với ý nghĩa của quá trình phát triển cơ sở hạ tầng địa phương. Với hệ thống cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh sẽ tạo ra động lực kinh tế kích thích việc thu hút vốn đầu tư thuộc các thành phần kinh tế trong và ngoài nước, kết hợp với lợi thế so sánh về điều kiện tự nhiên, nguồn nguyên liệu, tiềm năng về nguồn nhân lực... từ đó đẩy mạnh kinh tế địa phương phát triển.

Góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển

Việc phát hành các loại trái phiếu chính quyền địa phương có một tác động lớn đến sự phát triển của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Điều này được thể hiện qua các nội dung sau:

+ Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương góp phần cung cấp thêm một số lượng lớn chứng khoán có chất lượng cao và góp phần làm phong phú thêm chủng loại hàng hóa cho thị trường chứng khoán. Trái phiếu này được đánh giá là loại chứng khoán nợ có mức tín nhiệm cao, khi gia tăng nó sẽ có tác động rất lớn trong việc thu hút vốn đầu tư của nền kinh tế. Đối với thị trường chứng khoán của các nước đang phát triển, một trong những giải pháp quan trọng tạo cơ sở vững chắc cho sự phát triển thị trường trong các giai đoạn sau là gia tăng lượng của các loại chứng khoán có chất lượng cao vào thị trường.

+ Tạo điều kiện cho các định nhà đầu tư lựa chọn được những công cụ đầu tư thích hợp, xây dựng và cơ cấu lại danh mục đầu tư hợp lý.

+ Góp phần đáp ứng nhu cầu đầu tư của công chúng, từ đó khẳng định vị trí và vai trò của thị trường chứng khoán là kênh chuyển giao vốn đầu tư quan trọng ở các quốc gia có nền kinh tế thị trường. Việc phát hành các loại trái phiếu chính quyền địa phương sẽ mở rộng thêm các kênh huy động vốn, góp phần làm đa dạng hóa các công cụ đầu tư, giúp công chúng có nhiều cơ hội lựa chọn công cụ đầu tư có hiệu quả.

Như vậy, với sự ra đời và phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương sẽ thu hút thêm sự tham gia của nhiều nhà đầu tư, góp phần vào sự phát triển chung của thị trường tài chính, mở rộng huy động vốn trung dài hạn, tăng quy mô thị trường chứng khoán.

1.5. KINH NGHIỆM XÂY DỰNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA

Trong bối cảnh nền kinh tế chuyển đổi hội nhập, các thể chế kinh tế thị trường từng bước hình thành và không ngừng hoàn thiện. Kinh nghiệm trong quá trình xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của các nước đi trước sẽ là những bài học quý giá cho các nước đi sau.

1.5.1. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của một số quốc gia

Trong phạm vi luận án tác giả nghiên cứu tình hình và kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương tiêu biểu đại diện các nước có nền kinh tế phát triển; các nước có nền kinh tế đang chuyển đổi và các nước trong khu vực.

1.5.1.1. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của Mỹ

Mỹ là quốc gia có thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển nhất thế giới. Lượng trái phiếu chính quyền địa phương phát hành trên thị trường

vốn rất lớn, vào năm 2001 là 342,6 tỷ USD so với lượng trái phiếu của khu vực công ty là 500 tỷ USD. Quá trình phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Mỹ bắt đầu vào năm 1812 khi thành phố New York phát hành trái phiếu lần đầu tiên huy động vốn cho đầu tư hạ tầng đô thị thành phố. Tiến trình đô thị hóa nhanh cùng với việc thực hiện chính sách tài chính phi tập trung hóa trong đầu tư công cộng của chính quyền Liên bang Mỹ, tạo điều kiện khuyến khích chính quyền các Bang, các Thành phố mở rộng quy mô vay nợ cho nhu cầu đầu tư, một trong những biện pháp được địa phương lựa chọn phát hành trái phiếu để huy động vốn trên thị trường tài chính. Vào khoảng những năm 1840-1880, các khoản vay nợ trái phiếu của địa phương tăng từ 25 triệu lên 821 triệu USD.

Qua các giai đoạn phát triển của thị trường trái phiếu cơ chế pháp lý kiểm soát thị trường không ngừng được điều chỉnh và hoàn thiện nhằm làm giảm bớt rủi ro vỡ nợ trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng thị trường trái phiếu nói chung và đẩy mạnh sự phát triển của thị trường. Các yêu cầu cần thiết khi phát hành:

Thứ nhất, tổ chức phát hành phải được cơ quan xếp hạng tín nhiệm đánh giá. Trái phiếu, sau khi được xếp hạng, phản ánh khả năng thanh toán trái phiếu khi đến hạn, điều này, nhằm hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư.

Thứ hai, các yêu cầu về công khai tài chính của địa phương đã được cải thiện rất lớn, chất lượng thông tin dùng để đánh giá mức độ rủi ro. Trước khi phát hành trái phiếu, những thông tin về tài chính địa phương theo yêu cầu phải được cung cấp đầy đủ. Sau đó, các hướng dẫn về việc thiết lập và công khai hóa thông tin được chuẩn mực hóa trở thành những quy định bắt buộc và được kiểm soát bởi chính phủ. Các địa phương phải đáp ứng tất cả những yêu cầu về cung cấp thông tin tài chính, cũng như có những thay đổi quan trọng về điều kiện tài chính, luật pháp của mình khi trái phiếu chưa hết hạn.

Thứ ba, để nâng cao hạng mức tín nhiệm, trái phiếu chính quyền địa phương phần lớn được bảo hiểm. Mức phí bảo hiểm tỷ lệ thuận với mức độ rủi ro được các công ty bảo hiểm đánh giá, vì vậy, để giảm phí bảo hiểm và chi phí huy động vốn chính quyền địa phương cần phải cải thiện tốt tình hình tài chính cũng như hiệu quả kinh tế của dự án đầu tư.

Một tính chất nổi bật của trái phiếu chính quyền địa phương Mỹ, thu hút được nhà đầu tư là khả năng miễn thuế thu nhập trên khoản lãi thu được từ trái phiếu. Với tính chất này, làm cho trái phiếu chính quyền địa phương trở thành công cụ tài chính quan trọng giúp cho các Bang, đô thị, huy động vốn xây dựng cơ sở hạ tầng công cộng, đây được xem là một yếu tố quyết định mang đến sự thành công của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Mỹ. Tuy nhiên, không phải tất cả các loại trái phiếu chính quyền địa phương được miễn thuế thu nhập. Trái phiếu có mục đích công cộng do chính quyền địa phương trực tiếp phát hành, tài trợ cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng địa phương mới được miễn thuế, trái phiếu có mục đích tư nhân sẽ bị đánh thuế. Điều này, làm cho thị phần của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương có thay đổi, đối với các nhà đầu tư có tổ chức giảm còn các nhà đầu tư tư nhân tăng từ 25% trong những năm 1980 lên 70% trong những năm gần đây.

Tóm lại, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương Mỹ được xem là thị trường phát triển nhất thế giới có thời gian phát triển lâu đời. Trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm của sự phát triển với những thay đổi và điều chỉnh trong quản lý của Nhà nước nhằm tạo nên sự ổn định và phát triển bền vững, những bài học kinh nghiệm được rút ra từ thị trường này là:

Chính sách tài chính phi tập trung hóa của chính phủ, sự chủ động của chính quyền các Bang trong việc mở rộng chi tiêu cho các dự án đầu tư công cộng. Tuy nhiên, chính phủ Liên bang cũng không ngừng hoàn thiện cơ chế giám

sát nợ công của chính quyền Bang, nhằm hạn chế nguy cơ vỡ nợ, đảm bảo an toàn cho thị trường tín dụng địa phương.

Chính sách khuyến khích từ chính quyền Liên bang và chính quyền Bang đối với các nhà đầu tư trái phiếu, áp dụng các chế độ ưu đãi về thuế thu nhập đối với các khoản thu nhập từ đầu tư kinh doanh trái phiếu chính quyền địa phương. Những giải pháp khuyến khích này sẽ có tác động thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư trong giai đoạn đầu.

Các biện pháp gia tăng mức độ tín nhiệm và tính thanh khoản của trái phiếu được nhà phát hành vận dụng như: công khai thông tin tài chính địa phương; xếp hạng tín nhiệm; bảo hiểm trái phiếu phát hành... làm cho trái phiếu chính quyền địa phương là loại chứng khoán có chất lượng cao trên thị trường.

1.5.1.2. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của các nước có nền kinh tế chuyển đổi

Cộng hòa Czech

Là quốc gia có nền kinh tế vừa chuyển đổi từ nền kinh tế xã hội chủ nghĩa bao cấp sang kinh tế thị trường, Czech thực hiện tái cấu trúc lại nền kinh tế khá mạnh mẽ. Trong lĩnh vực quản lý tài chính, có sự phân cấp mạnh cho chính quyền địa phương. Nhiều dịch vụ công cộng cơ bản như giáo dục, y tế, xây dựng các công trình công cộng... đã được chuyển về cho ngân sách địa phương. Để giúp cho chính quyền địa phương có đủ nguồn lực để thực hiện trách nhiệm được giao và giảm áp lực cho ngân sách trung ương, cũng như nâng cao hiệu quả đầu tư của các công trình công cộng địa phương, trong đó ưu tiên cho việc phát triển thị trường tín dụng đô thị. Tuy nhiên, chính phủ cũng không từ bỏ việc trợ cấp ưu đãi cho địa phương trong đầu tư một số công trình đặc biệt như môi trường. Giai đoạn đầu, chính quyền địa phương chủ yếu dựa vào nguồn vốn tín dụng được chuyển giao từ các ngân hàng đô thị độc quyền cho các dự án đầu tư hạ tầng địa phương.

Để tăng cường sự cạnh tranh trên thị trường tín dụng, Czech đã thành lập Công ty tài chính hạ tầng đô thị (MUFIS) chuyên đi vay từ thị trường Mỹ dưới sự bảo trợ của cơ quan phát triển quốc tế Mỹ (USAID) rồi góp vốn với các ngân hàng để cho vay lại các dự án hạ tầng đô thị. Với những hỗ trợ từ chính phủ và những kết quả đạt được đáng khích lệ, đã giúp cho chính quyền địa phương Czech đã mạnh dạng tiếp cận thị trường vốn. Đến năm 1997, tất cả các địa phương của Czech có dân số trên một triệu năm trăm ngàn dân được quyền phát hành trái phiếu đô thị. Hai thành phố lớn của Czech là Prague và Ostava được công ty xếp hạng tín nhiệm Standard and Poor's xếp hạng A khi phát hành và đã bán trên thị trường tài chính quốc tế.

Như vậy, với những thành quả đạt được trong việc phát triển thị trường tín dụng địa phương ở Czech là đáng khích lệ, mặc dù còn nhiều khó khăn và thách thức, tuy nhiên với mô hình xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của Cộng hòa Czech rút ra những kinh nghiệm sau:

- + Mô hình Công ty tài chính hạ tầng đô thị là một định chế tài chính do nhà nước thành lập, giúp cho chính quyền địa phương thực hiện huy động nguồn vốn trong, ngoài nước đáp ứng cho các dự án đầu tư công.

- + Tiến trình tiếp cận với thị trường tài chính của các địa phương được thực hiện bắt đầu từ những thành phố có tiềm lực kinh tế và đã được xếp hạng tín nhiệm, khi hoạt động thị trường đã đi vào quỹ đạo phát triển từng bước triển khai ra các địa phương khác.

Trung quốc

Theo Jia Kang chuyên gia nghiên cứu Bộ Tài chính, Cộng Hòa Dân Chủ Nhân Dân Trung Hoa, nghiên cứu về hình hình nợ công của chính quyền địa phương ở Trung Quốc, quá trình phi tập trung hóa ngân sách nhà nước được thực hiện bắt đầu từ những năm 1980 và được đẩy mạnh vào những năm 1994 với việc

cải các hệ thống phân chia nguồn thu thuế giữa trung ương và địa phương. Điểm đặc trưng của ngân sách địa phương trong giai đoạn này là mức chênh lệch ngày càng lớn giữa các khoản thu và chi từ 1.726, 6 tỷ NDT năm 1994 lên 5.207 tỷ NDT vào năm 2001 (**phụ lục 5**)

Điều này đã làm trầm trọng tình hình thiếu hụt vốn đầu tư cơ sở hạ tầng ở địa phương và kích thích các địa phương tìm các nguồn vốn bổ sung thay vì chờ đợi các khoản bổ sung chuyển giao từ trung ương.

Hiện nay, để giải quyết cân đối ngân sách kênh tài chính chủ yếu cho chính quyền địa phương bao gồm:

- + Các khoản vay mượn từ các tổ chức quốc tế thông qua các quỹ đầu tư: ở một số địa phương của Trung Quốc, chính quyền sở tại đã tách riêng một số dự án cơ sở hạ tầng thuộc diện quản lý. Đây là những dự án có khả năng thu hồi vốn ổn định cho các quỹ đầu tư nước ngoài và đảm bảo cho các nhà đầu tư nước ngoài có thể nhận được mức lợi nhuận cao. Để phục vụ cho thế vận hội 2008, đáp ứng nhu cầu vốn khổng lồ cho các dự án đầu tư phục vụ cho sự kiện thể thao này (khoảng 300 tỷ nhân dân tệ) của Bắc Kinh. Không kể nguồn tài chính từ ngân sách, Bắc Kinh cần huy động khoảng 30 tỷ nhân dân tệ/ năm, trong khi nguồn thu nhập từ Thế vận hội mang lại ước tính khoảng 45 tỷ nhân dân tệ. Để thu hút nguồn vốn đầu tư chính quyền Bắc Kinh dự kiến phát hành trái phiếu đặc biệt cho Thế vận hội, trái phiếu này chủ yếu thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

- + Phát hành trái phiếu dự án thông qua các pháp nhân đặc biệt, theo mô hình chứng khoán hóa: chính quyền địa phương liên kết với một hoặc một số doanh nghiệp khác để tạo thành một doanh nghiệp kinh tế đặc biệt dưới hình thức công ty đầu tư hay công ty đầu tư và quản lý quỹ ủy thác. Doanh nghiệp này sẽ đứng ra phát hành trái phiếu công ty. Tiền thu được sẽ đem cho chính quyền địa phương vay lại. Doanh nghiệp này sẽ thanh toán lãi và gốc trái phiếu cho nhà

đầu tư bằng tiền của chính quyền địa phương trả cho. Ngoài ra, chính quyền trung ương còn sử dụng số tiền thu được từ phát hành trái phiếu kho bạc cho các địa phương vay lại nhằm xây dựng các công trình công cộng. Vào năm 2001 số tiền cho các địa phương vay là khoảng 40 tỷ NDT, năm 1998 là khoảng 50 tỷ NDT.

Theo Luật ngân sách Nhà nước năm 1995 của Trung Quốc quy định các cấp ngân sách địa phương phải lập kế hoạch chặt chẽ trong cân đối thu chi, nếu không có sự cho phép, đặc biệt là Luật hoặc Hội đồng Nhà nước, thì địa phương không được phát hành trái phiếu. Vì vậy, ở Trung Quốc chưa có địa phương nào phát hành trái phiếu chính quyền địa phương theo đúng nghĩa của nó. Tuy nhiên, với nhu cầu vốn đầu tư hạ tầng cơ sở rất lớn, chính quyền các địa phương Trung Quốc đã vận dụng mô hình chứng khoán hóa, bằng hình thức lập ra các pháp nhân đặc biệt để huy động vốn. Với phương thức này, một mặt giúp cho các địa phương giải quyết một phần nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển, tuy nhiên, cũng đã làm tăng nghĩa vụ trả nợ và khuếch đại rủi ro tài chính của cấp địa phương vì nó thoát khỏi những quy định giám sát và quản lý tài chính của trung ương.

1.5.1.3. Thị trường các nước trong khu vực ASEAN

Thái Lan

Trong khu vực Đông Nam Á, Thái Lan là nước có thị trường trái phiếu phát triển tương đối mạnh. Vay nợ của chính quyền địa phương được thực hiện qua quỹ phát triển địa phương (Local Development Fund). Việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương không bị công khai ngăn cấm trong luật. Tuy nhiên, chính quyền các địa phương muốn vay nợ phải được sự chấp thuận của cấp chính quyền trung ương. Chính điều này, đã phần nào tạo ra những khó khăn và hạn chế sự phát triển thị trường tín dụng địa phương. Hiện nay, khi muốn phát hành trái phiếu chính quyền địa phương Thái Lan phải đối mặt với những khó khăn lớn như:

+ Hạn chế trong nội dung phân cấp quản lý ngân sách về đầu tư giữa trung ương và địa phương: đặc điểm của cơ cấu ngân sách địa phương Thái Lan, chi thường xuyên đặc biệt chú trọng. Nhưng theo quy định của Bộ Nội vụ, mọi chính quyền địa phương phải có mức thặng dư ngân sách. Điều này, không khuyến khích chính quyền địa phương mở rộng đầu tư cho các công trình công cộng thuộc hạ tầng cơ sở.

+ Hạn chế về mặt pháp lý: mặc dù luật ngân sách nhà nước cho phép được tài trợ bằng trái phiếu, nhưng chưa bao giờ được sử dụng. Theo luật ngân sách năm 1949 không cho ngân sách trung ương bảo lãnh các khoản vay nợ của chính quyền địa phương. Điều này sẽ là trở ngại lớn cho sự phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương Thái Lan.

+ Cơ cấu thị trường trái phiếu Thái Lan chưa đồng bộ: mặc dù được đánh giá là quốc gia có thị trường trái phiếu phát triển với đầy đủ cơ cấu thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Tuy nhiên, sự hiểu biết một cách toàn diện về tình hình tài chính địa phương của những chủ thể tham gia trên thị trường, đặc biệt là các chủ thể đầu tư còn nhiều hạn chế.

+ Sự yếu kém về kinh nghiệm quản lý: chính quyền địa phương ở Thái Lan chưa từng trực tiếp tham gia vào thị trường vốn, do đó họ chưa có kinh nghiệm triển khai kế hoạch thực hiện huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu, chưa thấy được những lợi ích thiết thực của phương thức này. Hầu hết, các địa phương có tâm lý sợ gánh nặng nợ cho ngân sách và cho các thế hệ sau, nên rất dè dặt trong việc vay nợ. Bên cạnh đó, hệ thống kế toán chưa phản ánh được tình hình tài chính thật sự, bảng báo cáo tài chính của địa phương được chuẩn bị kém, không đáp ứng các tiêu chuẩn quy định khi tiếp cận với phương thức phát hành trái phiếu chính quyền địa phương.

Indonesia

Thị trường trái phiếu Indonesia là thị trường có quy mô nhỏ. Thị trường trái phiếu chính phủ chưa phát triển, chính quyền trung ương không phát hành trái phiếu kho bạc và các loại trái phiếu khác. Thị trường trái phiếu chủ yếu là trái phiếu công ty tư nhân, một số ngân hàng liên bang và các công ty nhà nước. Trái phiếu các công trình giao thông được bảo đảm thanh toán bởi các cơ quan chính quyền quốc gia. Những nhà phát hành trái phiếu đô thị hầu như thực hiện một cách cẩn trọng khi phát hành trái phiếu, nhằm đảm bảo cho sự sẵn lòng và khả năng thực hiện thanh toán khi các khoản nợ đáo hạn. Chính phủ triển khai kế hoạch hành động cho trái phiếu chính quyền địa phương từ năm 1994 theo một tiến trình cẩn trọng có sự lựa chọn rất chặt chẽ. Sau khi phân tích đánh giá về tính khả thi và hiệu quả dự án đầu tư của các công ty công ích địa phương, đã chọn được 4 công ty hàng đầu tiến hành phát hành trái phiếu. Tại Indonesia quyền hạn của các công ty công ích cấp nước địa phương phát hành trái phiếu thu nhập đã được quy định rõ trong các sắc lệnh của Bộ Nhà Ở ban hành vào năm 1994 và 1995. Hiện nay, Indonesia đang thực hiện xem xét lại những quy định giám sát thị trường vốn để chuẩn hóa việc công khai thông tin, nhằm tăng thêm những thông tin hữu ích cho những nhà phát hành. Đồng thời, yêu cầu những nhà phát hành trái phiếu phải được sự thừa nhận của những công ty kiểm toán, áp dụng các chuẩn mực kế toán “chấp nhận rộng rãi” thông qua Viện Kế toán Indonesia.

Đến năm 1995, có 48 nhà phát hành tham gia vào thị trường trái phiếu, 7 ngân hàng phát triển vùng, đồng sở hữu bởi chính quyền tỉnh và địa phương. Trái phiếu kỳ hạn 5 năm, được đảm bảo thanh toán bằng toàn bộ nguồn thu của địa phương. Trái phiếu chính quyền địa phương được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Việc vận dụng phương thức lãi suất thay đổi khi phát hành trái phiếu chính quyền địa phương đã thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư trên thị trường thứ cấp. Ngoài ra, những trung gian tài chính như, cơ quan xếp hạng tín nhiệm,

quỹ đầu tư có vai trò hết sức quan trọng trong thị trường trái phiếu. Theo luật mới về thị trường vốn ở Indonesia cho phép thành lập những quỹ hỗ tương đầu tư mở rộng, và vào mùa xuân năm 1996, 2 quỹ như vậy đã được thành lập.

Trái phiếu chính quyền địa phương ở Indonesia không được miễn thuế. Thay vào đó chính phủ đã thực hiện một số điều chỉnh nhỏ trong luật thuế, như giảm tỷ lệ thuế trên tiền lãi thu nhập từ trái phiếu để có cùng mức lãi với tiền gửi ngân hàng và quỹ hỗ tương được miễn thuế thu nhập.

Với điều kiện là nước đang phát triển, quá trình hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của Thái Lan và Indonesia rút ra được những kinh nghiệm sau:

- + Trái phiếu chính quyền địa phương ở các quốc gia này chủ yếu là loại trái phiếu thu nhập được các công ty công ích phát hành. Tuy nhiên, để đảm bảo an toàn khi phát hành và kiểm soát nợ công, chính phủ đã thực hiện một kế hoạch rất chặt chẽ trước khi cho phép các công ty công ích phát hành trái phiếu.

- + Các giải pháp hỗ trợ nhằm tăng cường tính thanh khoản của trái phiếu trên thị trường thứ cấp như: niêm yết trái phiếu trên thị trường, chế độ công khai hóa thông tin, xây dựng chuẩn mực kế toán thống nhất... góp phần thu hút các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức quan tâm đến các đợt phát hành mới.

- + Xây dựng mô hình quỹ hỗ tương nhằm mục đích gia tăng lực lượng đầu tư trên thị trường trái phiếu.

- + Có sự điều chỉnh các giải pháp hỗ trợ thị trường qua việc khuyến khích lợi ích kinh tế đối với các nhà đầu tư không phải chỉ qua phương thức miễn thuế.

1.5.2. Bài học kinh nghiệm trong việc xây dựng và thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Nhìn chung, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển mạnh về thực chất chỉ ở một số nước như: Mỹ, Nhật... phần lớn ở các nước khác thị trường

hoạt động chưa mạnh quy mô còn hạn chế hoặc đang ở giai đoạn đầu. Điều này, xảy ra bởi nhiều lý do khác nhau mặc dù các quốc gia đều nhận thấy được những thuận lợi của kênh huy động vốn này. Một số quốc gia khác vay nợ của chính quyền địa phương lại bị cản trở bởi chính sách tập trung hóa cao độ, không muốn phân quyền tài chính về cho cấp địa phương như Trung Quốc, Indonesia... Tuy nhiên, để xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải dựa trên nhiều yếu tố như: sự ổn định về môi trường kinh tế vĩ mô, tính minh bạch trong quản lý tài chính địa phương, phân cấp quản lý về nguồn thu và đầu tư giữa ngân sách trung ương và ngân sách địa phương, chính sách thuế... đây là những vấn đề mà các nước có nền kinh tế mới nổi muốn khai thác kênh huy động vốn này đặc biệt quan tâm.

Từ thực tế xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương của nhiều quốc gia khác nhau, có thể rút ra những bài học kinh nghiệm sau đây:

1.5.2.1. Xây dựng khuôn khổ pháp lý cho việc phát hành trái trái phiếu chính quyền địa phương

Là yếu tố mang tính quyết định đối với sự hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương đảm bảo quản lý nợ địa phương và bảo vệ quyền lợi cho các nhà đầu tư, qua đó tạo cơ sở cho việc phát triển một thị trường trái phiếu chính quyền địa phương lành mạnh và bền vững. Do đó, để đảm bảo đạt được mục tiêu này cần thiết phải có một hệ thống pháp lý chặt chẽ, liên quan đến nhiều lĩnh vực điều tiết.

Thứ nhất: thị trường trái phiếu chính quyền địa phương hoạt động dựa trên nền tảng luật về ngân sách nhà nước, luật về chứng khoán, những quy định liên quan đến việc phát hành, các phương thức mua bán chứng khoán, thanh toán nợ gốc và lãi, chế độ công khai hóa thông tin về cơ quan phát hành, tổ chức giao

dịch chứng khoán nói chung và trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng. Việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương có nhiều điểm khác biệt so với các loại chứng khoán nợ khác, cho nên, phải có các văn bản riêng quy định về các vấn đề này. Cụ thể như: chủ thể phát hành, các nhà cố vấn pháp luật để xác nhận các vấn đề pháp lý của nhà phát hành ... các quy định có liên quan đến việc sử dụng thu nhập từ trái phiếu, những điều khoản đặc biệt trong luật tài chính cho phép địa phương lập quỹ để thu hồi trái phiếu trước hạn nhằm hạn chế rủi ro, tạo nên sự chủ động trong việc công tác quản lý nợ và cân đối ngân sách địa phương.

Thứ hai: quy định gắn với việc nắm giữ các danh mục đầu tư bởi các nhà đầu tư có tổ chức. Ở hầu hết các quốc gia, chính phủ ban hành những văn bản pháp lý để hạn chế quyền tự do đầu tư của các nhà đầu tư có tổ chức, bằng cách ngăn cấm họ đầu tư vào một loại chứng khoán nào đó quá lớn hoặc nắm giữ một tỷ lệ tối thiểu về một loại chứng khoán. Điều này, nhằm mục đích hạn chế sự chi phối của các nhà đầu tư có tổ chức, lũng đoạn thị trường, tạo ra sự ổn định của thị trường và bảo vệ nhà đầu tư tư nhân.

Thứ ba: chính sách thuế đối với trái phiếu chính quyền địa phương, những quy định ưu đãi về thuế đối với những khoản thu nhập từ trái phiếu được xem là một tác nhân quan trọng tạo nên sự hấp dẫn cho các loại trái phiếu chính quyền địa phương. Vì vậy, các văn bản luật thuế liên quan đến trái phiếu chính quyền địa phương như thuế thu nhập cá nhân, thuế thu nhập doanh nghiệp ... phải xác định rõ miễn, giảm thuế thu nhập đối với loại trái phiếu này hay không.

1.5.2.2. Theo kinh nghiệm các nước, cần xây dựng một thị trường tài chính lành mạnh, đặc biệt là thị trường trái phiếu chính phủ nhằm tạo niềm tin cho nhà đầu tư, không ngừng nâng cao hạng mức tín nhiệm đối với trái phiếu chính quyền địa phương

Từ thực trạng tình hình thị trường tài chính ở các nước đang phát triển, chưa có sự đồng bộ trong hoạt động của các thị trường bộ phận, thiếu vắng các công cụ nợ trung dài hạn, kể cả các loại trái phiếu chính phủ. Cho nên, các loại trái phiếu chính quyền địa phương trung dài hạn khó được các nhà đầu tư đón nhận, vì họ không có cơ sở để so sánh chất lượng, cũng như mức lợi tức của các loại trái phiếu.

Một trong những lý do làm cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở những nước đang phát triển kém phát triển là do chất lượng trái phiếu không cao. Do nguồn thu hạn chế nên hầu hết chính quyền địa phương thường không đủ nguồn lực tài chính đảm bảo cho việc thanh toán nợ khi trái phiếu đáo hạn. Vì vậy, việc điều chỉnh nội dung phân cấp nguồn thu giữa trung ương và địa phương là một vấn đề hết sức quan trọng. Tuy nhiên, việc điều chỉnh này là một vấn đề rất khó, bởi vì: phần lớn những nguồn thu lớn quan trọng phải do trung ương điều tiết quản lý; nhưng các khoản trợ cấp từ trung ương cho địa phương thường bị hạn chế. Ngay cả trong trường hợp địa phương có đủ nguồn thu để trả nợ như cũng bị hạn chế về sự tự do trong vấn đề quản lý nợ của chính quyền trung ương đối với những khoản vay của địa phương để giảm khả năng vỡ nợ.

Để nâng cao chất lượng tín nhiệm cho trái phiếu, chính quyền địa phương có thể thực hiện một số cam kết đảm bảo khi phát hành trái phiếu như: mức lãi suất an toàn tối thiểu khi trường hợp có lạm phát; bảo hiểm trái phiếu; hoặc bảo lãnh từ trung ương...

Hình thức bảo hiểm trái phiếu với công ty bảo hiểm chuyên nghiệp và có uy tín thực ra chỉ phát triển ở Mỹ vì ở các nước đang phát triển mức độ rủi ro cao, dẫn đến tăng mức phí bảo hiểm làm cho chi phí vay tăng lên.

Ngoài ra, đối với loại hình trái phiếu thu nhập, huy động vốn cho các dự án đầu tư công cộng như cung cấp điện, nước, bưu chính viễn thông, để gia tăng độ

tín nhiệm ngoài nguồn tiền tệ hình thành từ thu nhập dự án để thanh toán nợ khi trái phiếu đáo hạn, nên mở rộng đảm bảo bằng những nguồn thu nhập khác

1.5.2.3. Có chính sách thuế phù hợp

Việc miễn giảm thuế thu nhập đối với các khoản thu nhập từ trái phiếu chính quyền địa phương là nhân tố quan trọng mang lại sự thành công của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Mỹ. Tuy nhiên, vấn đề này cũng gây ra nhiều tranh cãi của các nhà kinh tế ở nhiều nước. Vì việc miễn giảm thuế sẽ gây ra những thương hại, phá hoại sự phân bổ các nguồn lực giữa các ngành nghề, giữa khu vực công và khu vực tư. Vì vậy, trên thực tế việc thực hiện chính sách miễn giảm thuế thu nhập đối với trái phiếu chính quyền địa phương là không đơn giản, ngay cả ở Mỹ đã xuất hiện nhiều phản đối về vấn đề này. Nhưng việc miễn thuế trái phiếu chính quyền địa phương ở Mỹ vẫn tiếp tục được thực hiện bởi những lý do sau:

Miễn thuế đối với thu nhập từ trái phiếu chính quyền địa phương sẽ có tác động tích cực đến việc phân bổ nguồn lực tài chính giữa chính quyền trung ương và địa phương, tạo ra cơ chế để địa phương chủ động khai thác các nguồn vốn cho các dự án đầu tư, thúc đẩy kinh tế xã hội địa phương phát triển.

Thay thế cho những khoản chuyển giao nguồn tài chính trực tiếp từ ngân sách trung ương cho địa phương, bằng hình thức trợ cấp gián tiếp nằm dưới sự kiểm soát của chính quyền địa phương, hỗ trợ và bảo vệ truyền thống phi tập trung hóa của quốc gia. Hình thức trợ cấp qua trái phiếu cho các dự án hạ tầng cơ sở địa phương được xem là hợp lý nhất, mang lại hiệu quả thiết thực cho sự phát triển kinh tế địa phương.

Tuy nhiên, trên giác độ sử dụng những công cụ trợ cấp để khuyến khích sự phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, qua đánh giá giữa lợi ích và chi phí của việc miễn thuế kết hợp với các yếu tố chính trị, kinh tế, xã hội...

dựa trên kinh nghiệm của Mỹ và một số nước khác, thì việc miễn thuế có thể thích hợp với các nước đang phát triển. Điều này, giảm bớt những khoản trợ cấp trực tiếp từ ngân sách trung ương, khuyến khích địa phương mở rộng vay nợ.

1.5.2.4. Xây dựng một thị trường thứ cấp năng động

Trái phiếu chính quyền địa phương là loại trái phiếu trung dài hạn nên thị trường thứ cấp sẽ giúp cho nhà đầu tư giảm bớt rủi ro khi các nhà đầu tư chuyên nghiệp có thể điều chỉnh lại danh mục đầu tư một cách hợp lý và có hiệu quả nhất. Tuy nhiên, thị trường thứ cấp trái phiếu chính quyền địa phương hầu như không phát triển mạnh ở các nước đang phát triển. Vì vậy, để thị trường này phát triển cần có một số yếu tố như: luật thuế, phí và lệ phí không kìm hãm việc mua bán trao đổi chứng khoán; có nhiều loại chứng khoán chuẩn để so sánh; thị trường chứng khoán phát triển mạnh các nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán trên thị trường đa dạng, đặc biệt là các công cụ chứng khoán phái sinh.

Một số quốc gia sử dụng các biện pháp để khuyến khích thị trường trái phiếu thứ cấp phát triển như: khuyến khích niêm yết trái phiếu trên thị trường chứng khoán nội địa; xuất bản các ấn phẩm nội địa thông báo giá mua bán chứng khoán; tạo ra thị trường giao dịch phi tập trung OTC đối với trái phiếu chính quyền địa phương... các giải pháp hỗ trợ phòng ngừa rủi ro qua việc triển khai các công cụ chứng khoán phái sinh. Tuy nhiên, hầu hết các biện pháp như vậy có thể làm tăng chi phí trả lãi cho trái phiếu. Nhưng nói chung các biện pháp tăng cường hoạt động trên thị trường trái phiếu thứ cấp thiên về các yếu tố kỹ thuật.

1.5.2.5. Phát triển các tổ chức trung gian, hỗ trợ cho các hoạt động của thị trường

Sự tham gia của các NHTM, công ty tài chính, quỹ đầu tư,... cung cấp các trợ giúp chuyên nghiệp cho các nhà đầu tư trong việc ra quyết định. Đồng thời, các trung gian tài chính cũng là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, lực lượng chính

tham gia trên thị trường trái phiếu chính quyền địa phương. Sự hiện diện của các định chế này góp phần làm tăng quy mô giao dịch và giảm chi phí phát hành. Trên thị trường chứng khoán Mỹ các quỹ đầu tư phát triển rất mạnh, các quỹ hỗ tương là lực lượng đầu tư quan trọng đối với các loại trái phiếu chính quyền địa phương.

Công ty xếp hạng tín nhiệm là một tác nhân trung gian rất quan trọng trên thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở các nước phát triển như ở Mỹ, trái phiếu chính quyền địa phương nước này khi phát hành đều phải được xếp hạng. Việc xếp hạng tín nhiệm được xem là một yêu cầu bắt buộc nhằm đảm bảo tính minh bạch, công khai hóa thông tin và bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, ở nhiều quốc gia đang phát triển chưa có hoặc đã có công ty xếp hạng tín nhiệm nhưng phần lớn thường thiếu kinh nghiệm trong việc xếp hạng các trái phiếu được phát hành bởi chính quyền địa phương. Hơn nữa, tính khách quan của các công ty xếp hạng tín nhiệm và sự độc lập của họ đối với chính quyền, đã làm hạn chế tính khách quan trong quá trình và kết quả xếp hạng tín nhiệm. Chẳng hạn ở Indonesia, vào năm 1994 chính quyền khuyến khích việc thành lập cơ quan xếp hạng tín nhiệm và từ chối tham gia sở hữu cơ quan này nhằm đảm bảo tính độc lập và khách quan của nó.

1.5.2.6. Tiêu chuẩn hóa hệ thống thông tin

Thông tin là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hoạt động của thị trường tài chính nói chung. Tuy nhiên, việc cung cấp thông tin đầy đủ theo tiêu chuẩn cho thị trường hiện đang là yếu điểm của các quốc gia đang phát triển. Nhiều nước chưa có những tiêu chuẩn chấp nhận được về công khai hóa thông tin, kiểm toán, kế toán và các báo cáo tài chính địa phương. Những tiêu chuẩn đầy đủ về thông tin đặc biệt quan trọng trong trường hợp thiếu vắng thị trường thứ cấp vì các nhà đầu tư gìm giữ trái phiếu trong một thời gian dài.

Những tiêu chuẩn về công khai hóa thông tin cần được tuân thủ theo quy định của Work Bank và kinh nghiệm các nước xem phụ lục khung 2. Việc công khai thông tin phải được thực hiện một cách liên tục từ lúc trái phiếu phát hành cho đến khi đáo hạn.

1.5.2.7. Có chính sách quản lý nợ phù hợp

Thiết lập khuôn khổ quản lý nợ địa phương là một yếu tố thiết yếu trong việc duy trì một thị trường tín dụng địa phương ổn định bền vững, giúp tối thiểu hóa chi phí vì giảm được rủi ro và xây dựng lòng tin của những nhà đầu tư kinh doanh trái phiếu trên thị trường.

Nhiều quốc gia trên thế giới cho đến hiện nay vẫn chưa xây dựng được chính sách quản lý nợ địa phương chặt chẽ và hiệu quả. Điều này, đã dẫn đến tình trạng gia tăng nợ quá mức, dẫn đến vỡ nợ của một số địa phương, ảnh hưởng tiêu cực đến an ninh tài chính quốc gia.

Chính sách quản lý nợ địa phương có thể chia làm hai bộ phận:

Chính sách quản lý nợ địa phương

Do địa phương tự phát triển và tuân thủ, để tự mình bảo đảm khả năng trả nợ và nâng cao mức tín nhiệm của nhà đầu tư trên thị trường. Với ý kiến tư vấn của các cố vấn tài chính, chính sách quản lý nợ địa phương phải giải quyết cơ bản các vấn đề sau:

- + Mục đích vay nợ của địa phương, bù đắp thâm hụt thường xuyên hay đầu tư phát triển của ngân sách địa phương.

- + Mức dư nợ tối ưu, trong khả năng thanh toán của ngân sách địa phương.

Vấn đề này được xác định trên cơ sở các chỉ số: tỷ lệ nợ trong thu nhập; tỷ lệ nợ trên GDP địa phương; tổng nợ với mức thuế thu được của ngân sách địa phương; mức dư nợ bình quân trên đầu người dân địa phương.

+ Xác lập một cơ cấu nợ tối ưu, hợp lý nhằm tạo ra một sự ổn định cho ngân sách địa phương. Cơ cấu bao gồm tỷ lệ nợ ngắn hạn, nợ trung dài hạn; nợ trái phiếu, nợ các định chế tài chính trung gian; nợ nội tệ, nợ ngoại tệ;...

Chính sách quản lý nợ của trung ương đối với địa phương

Những quy định được thiết lập từ chính quyền trung ương để thực hiện giám sát, quản lý nợ của địa phương, nhằm mục đích hạn chế việc vay mượn quá nhiều, để đảm bảo một tỷ lệ nợ tổng thể ở mức hợp lý, ổn định an ninh tài chính quốc gia.

Thông thường chính quyền trung ương đề ra những giới hạn nghiêm ngặt đối với chính quyền địa phương khi muốn tham gia vào thị trường vốn. Những giới hạn này thường đặt ra đối với các khoản vay nợ dưới hình thức phát hành trái phiếu nợ chung được đảm bảo thanh toán trực tiếp bằng nguồn ngân sách địa phương, trái phiếu thu nhập không bị đặt ra giới hạn. Tuy nhiên, nó cũng không làm hạn chế tính năng động của chính quyền địa phương. Các biện pháp hạn chế từ trung ương đối với địa phương như:

+ Các giới hạn tuyệt đối: một số quốc gia cấm chính quyền địa phương vay nợ. Chẳng hạn ở Trung Quốc luật ngân sách nhà nước cấm chính quyền địa phương vay nợ.

+ Giới hạn mang tính định lượng: một số quốc gia không cấm chính quyền địa phương vay nợ nhưng sử dụng một số biện pháp để giới hạn mức vay nợ của chính quyền địa phương. Ở Mỹ cơ quan lập pháp ở nhiều địa phương có thẩm quyền giới hạn khả năng phát hành trái phiếu nợ chung bằng một số chỉ tiêu như giới hạn nợ trên đầu người, hoặc nợ trên tổng tài sản địa phương

+ Giới hạn dựa trên các biện pháp định tính: chính quyền trung ương bằng việc đặt ra một số tiêu chuẩn mà các địa phương phải tuân theo, như những quy định về thủ tục phát hành; nhu cầu vốn đầu tư vào những loại hình nào mới được

tài trợ bằng nguồn phát hành trái phiếu;... để hạn chế khoản vay nợ của chính quyền địa phương. Ở Mỹ, theo quy định của luật khi phát hành trái phiếu phải được sự chấp thuận thông qua bỏ phiếu đối với một loại nợ.

Ngoài ra, nhiều nước còn thực hiện các biện pháp liên quan đến việc đăng ký, công khai thông tin, xếp hạng tín nhiệm... để hạn chế việc vay nợ của chính quyền địa phương. Thông qua những điều tiết về các khoản thu thuế, tỷ lệ phân chia nguồn thu giữa trung ương và địa phương, hoặc về phân cấp đầu tư cơ sở hạ tầng ... cũng sẽ có tác dụng kích thích hoặc hạn chế việc vay nợ của địa phương.

Kết luận chương 1

Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là thị trường vay nợ của chính quyền địa phương thông qua việc phát hành trái phiếu huy động vốn cho đầu tư của ngân sách và qua thị trường này các nhà đầu tư sẽ thực hiện các hoạt động đầu tư mua bán trái phiếu với mục đích kiếm lời.

Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ra đời trên cơ sở: nhu cầu vốn đầu tư cơ sở hạ tầng địa phương và cân đối ngân sách địa phương thông qua phương thức vay nợ; phân cấp quản lý tài chính theo hướng phi tập trung hóa; và trong điều kiện thị trường tài chính phát triển. Hoạt động của thị trường được thể hiện qua sự kết hợp của các yếu tố: chủ thể tham gia trên thị trường; hàng hóa của thị trường; các phương thức phát hành trái phiếu. Sự phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương góp phần rất lớn trong quá trình huy động vốn đầu tư phát triển kinh tế xã hội địa phương và sự phát triển của thị trường tài chính quốc gia.

Cuối cùng, luận án giới thiệu tình hình hoạt động và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương tiêu biểu của một số nước trên thế giới, đồng thời, rút ra bài học kinh nghiệm từ các nước trong quá trình xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

CHƯƠNG 2

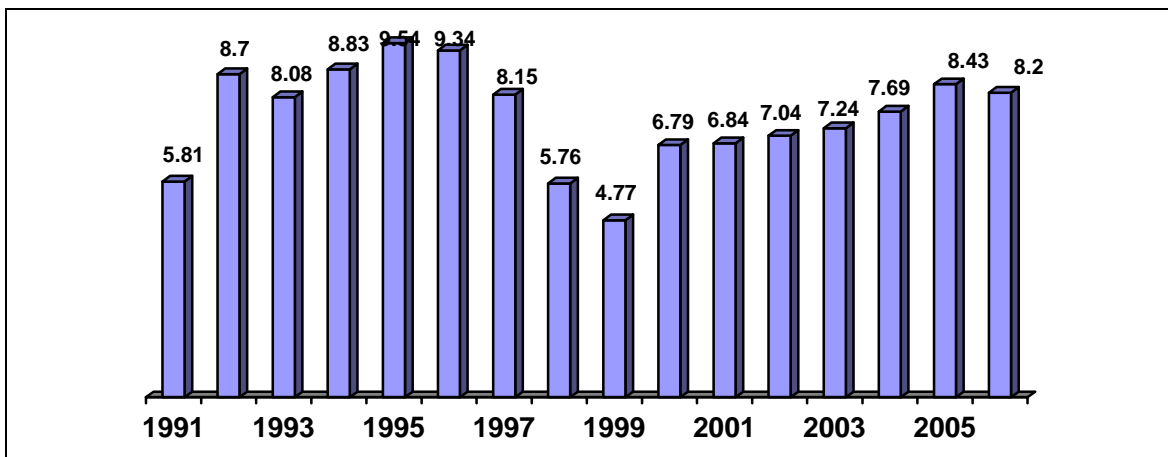
TÌNH HÌNH PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN TỪ NĂM 1991 ĐẾN NAY

2.1. TÌNH HÌNH KINH TẾ XÃ HỘI CỦA VIỆT NAM TỪ NĂM 1991 ĐẾN NAY

Với đường lối đổi mới của Đảng và Nhà nước khởi xướng từ đại hội Đảng lần VI(12/1986), trên cơ sở nhận định, đánh giá những thành quả và hạn chế trong quá trình đổi mới tại các kỳ đại hội Đảng lần thứ VII, VIII, IX, X nền kinh tế Việt Nam đã có những bước chuyển đổi sâu sắc, đánh dấu sự trỗi dậy, tạo đà để thực hiện công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước. Có thể khái quát thành quả kinh tế – xã hội của Việt Nam trên các mặt sau:

Về kinh tế – tài chính

Nếu như trong giai đoạn 1986-1990, GDP tăng bình quân 4,5% năm thì tiếp theo giai đoạn 1991-1995 là 8,5%, 1996-2000 là 7,0% và 2001-2005 là 7,47%.



Nguồn: Niên giám thống kê, Thời báo kinh tế Việt Nam năm 2005-2006 [23;28]

Hình 2.1: Tốc độ tăng trưởng GDP từ năm 1991-2006 (Đơn vị: %)

+ Nền kinh tế nước ta đã từng bước đi vào ổn định, đặc biệt là trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế khu vực, mặc dù chịu một số ảnh hưởng nhưng do Nhà nước có những giải pháp tích cực tác động đến nền kinh tế nên đã duy trì được mức tăng trưởng kinh tế cao hơn so với các nước trong khu vực cụ thể trong những năm 1998 và 1999 mức tăng trưởng GDP là 5,76% và 4,77%. (phụ lục 6).

+ Cơ cấu kinh tế chuyển dịch theo hướng công nghiệp phù hợp với nền kinh tế thị trường chuyển đổi. Năm 1990, công nghiệp chiếm 22,67% GDP; nhưng tốc độ tăng trưởng cao hơn nông-lâm-thủy sản và dịch vụ, đến năm 1995 công nghiệp đã chiếm 28,76% và tiếp tục tăng tỷ trọng qua các năm, năm 2000 là 36,73%, năm 2001 là 38,13%, 2003 là 39,47%, 2004 là 40,09% và đến năm 2005 tỷ lệ này là 41,03%, tăng trưởng công nghiệp diễn ra trên quy mô rộng và mạnh mẽ trong tất cả các khu vực kinh tế: quốc doanh, ngoài quốc doanh.

Bảng 2.1: Tốc độ tăng trưởng công nghiệp từ năm 1991-2006

Năm	1991-1995	1996-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tốc độ (%)	14,08	12,92	14,6	14,8	16,8	16,6	17,2	17,0

Nguồn: Thời báo kinh tế Việt Nam năm 2006-2007; Niên giám thống kê trang 189 [22;24;27]

Từ một nước thiếu lương thực, hàng năm phải nhập khẩu, bắt đầu từ năm 1990 ta đã dần dần chủ động được lương thực, không chỉ đủ để đáp ứng nhu cầu quốc gia trên 80 triệu dân, đảm bảo an toàn về an ninh lương thực quốc gia mà còn thừa xuất khẩu, mức xuất khẩu lương thực tăng dần qua các năm. Nếu năm 1995 sản lượng lương thực đạt 27,5 triệu tấn quy thóc, năm 1996 tăng lên 29 triệu tấn và từ năm 2002 trở đi, sản lượng lương thực quy thóc cả nước đã vượt mức 35 triệu tấn.

Sản phẩm hàng hóa của Việt Nam đã có mặt ở hầu hết các thị trường trên thế giới với khối lượng và chất lượng hàng hóa ngày càng cao. Kim ngạch xuất nhập khẩu thời kỳ 1991-1995 tăng gấp 2-2,5 lần so với các năm trước, giai đoạn năm 1996-2000 có sự tăng trưởng vượt bậc, đến năm 2004 kim ngạch xuất khẩu đã đạt 26.003 triệu USD. Nhịp độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 1993 đến 2005 là 22,4%, nhanh hơn tốc độ tăng GDP gấp 3 lần. Cơ cấu xuất khẩu tăng theo hướng tăng tỷ trọng hàng chế biến. Sản xuất hàng hóa xuất khẩu là nét nổi bật trong thành quả phát triển kinh tế Việt Nam.

+ Quy mô đầu tư phát triển trong toàn bộ nền kinh tế tăng lên đáng kể.

Từ năm 1995 đến nay, tổng mức vốn đầu tư của nền kinh tế tăng lên liên tục bao gồm: nguồn vốn đầu tư từ khu vực Nhà nước, khu vực dân doanh và nguồn vốn đầu tư nước ngoài.

Bảng 2.2: Vốn đầu tư phát triển từ 1991-2006

(Đơn vị : tỷ đồng)

Năm	Tổng số	Cơ cấu		
		Khu vực kinh tế Nhà nước	Khu vực dân doanh	Khu vực có vốn đầu tư nước ngoài
1996	87.394,0	42.894,0	21.800,0	22.700,0
1997	108.370,0	53.570,0	24.500,0	30.300,0
1998	117.134,0	65.034,0	24.800,0	24.300,0
1999	131.170,9	76.958,1	31.542,0	22.670,8
2000	145.333,0	83.567,5	34.593,7	27.171,8
2001	163.543,0	95.020,0	38.512,0	30.011,0
2002	193.098,5	106.2317,6	52.111,8	34.755,0
2003	219.675,0	123.080,0	58.125,0	38.650,0
2004	275.000,0	147.500,0	84.090,0	42.600,0
2005	335.000,0	172.000,0	107.500,0	55.500,0
2006	398.900,0	199.700,0	134.200,0	65.000,0

Nguồn: Thời báo kinh tế Việt Nam, Niên giám thống kê Tr 288 (2003) [22;24;27]

Vốn đầu tư trong nước giữ vai trò chủ đạo, nguồn vốn từ NSNN luôn chiếm tỷ trọng trên 60% trong tổng nguồn vốn đầu tư. Với những đổi mới về cơ chế chính sách Nhà nước làm thay đổi cơ cấu vốn đầu tư đã tạo ra động lực thúc đẩy kinh tế phát triển. Vốn đầu tư nước ngoài chiếm một vị trí quan trọng trong tổng nguồn vốn đầu tư của nền kinh tế, nguồn này trong những năm 1998, 1999, 2000 có giảm sút do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế khu vực như bắt đầu từ năm 2001 đến nay đã ổn định và tăng trở lại. Từ khi ban hành luật đầu tư nước ngoài đến cuối năm 2005 với tổng số vốn đầu tư 53,6455 tỷ USD. Theo thông tin từ Thời báo Kinh tế Việt Nam năm 2006, vốn đầu tư nước ngoài ước tính lên đến mức kỷ lục 9,5 tỷ USD.

+ Kiểm chế và kiểm soát lạm phát được xem là công việc ưu tiên hàng đầu thực hiện nhiệm vụ ổn định kinh tế xã hội trong quá trình xây dựng và phát triển đất nước.

Bảng 2.3: Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô từ năm 1991-2006

Năm	Tăng trưởng GDP (%)	Lạm phát (%)	Tỷ lệ thất nghiệp thành thị	Nhập siêu (triệu USD)	Vốn đầu tư/GDP (%)	Vốn Nhà nước/tổng vốn đầu tư (%)
1991-2000	7,6	13,41	9,2	-17.555,6	32,9	46,65
2001	6,9	0,8	6,28	-1.1188,7	35,4	58,8
2002	7,0	4,0	6,01	-3.039,5	37,2	56,3
2003	7,3	3,0	5,78	-5.106,5	37,8	54,0
2004	7,69	9,5	5,6	-5.449,7	38,6	53,6
2005	8,43	8,4	-	-4.536,1	39,5	52,2
2006 ^(*)	8,17	6,6	-	-4.805,0	41,0	50,06

Nguồn: Tổng cục thống kê, Thời báo kinh tế Việt Nam 2006-2007 (*) Ước [22;24;27]

Vì vậy, trong các chính sách tài chính tiền tệ, bước đầu đã có sự đồng bộ hóa trong các giải pháp điều hành kinh tế, như: hình thành chính sách lãi suất dương để điều tiết giá cả và ổn định tiền tệ, thắt chặt tài chính, từng bước đổi mới các công cụ tài chính theo cơ chế kinh tế thị trường, xoá bỏ mọi sự phân phối định lượng hiện vật sang tiền tệ hóa, tự do hóa kinh doanh... kết quả là nạn siêu lạm phát đã được cắt giảm ngày càng thấp, chúng ta đã thực hiện thành công chặn đứng lạm phát phi mã trong quá trình đổi mới kinh tế và bối cảnh quốc tế có nhiều mặt không thuận lợi là một thành tựu nổi bật của Việt Nam. Thời kỳ bắt đầu từ 1998 đến hết năm 2000, tình hình lạm phát có những chuyển biến bất thường, đặc biệt là năm 1999 chỉ số lạm phát là 0,1% và năm 2000 là âm 0,6%, gây ra những khó khăn cho nền kinh tế. Nhưng với những nỗ lực can thiệp của Nhà nước nhằm khắc phục tác hại, thông qua các giải pháp như: trợ giá lương thực, thực phẩm, khuyến khích thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước, mở rộng chi đầu tư phát triển từ ngân sách Nhà nước cho các công trình thuộc hạ tầng cơ sở, cho vay kích cầu ... vì vậy, từ năm 2001 trở lại đây nền kinh tế đã có dấu hiệu phục hồi, các chỉ tiêu kinh tế bắt đầu gia tăng trở lại.

Về thực hiện chiến lược phát triển kinh tế vùng, đẩy mạnh đầu tư phát triển các vùng kinh tế trọng điểm

Dựa trên cơ sở các điều kiện tự nhiên và kinh tế xã hội, phân định ra các vùng kinh tế hợp lý để có thể khai thác tốt nhất tiềm năng của từng vùng, cũng như tăng cường sự hợp tác hỗ trợ lẫn nhau giữa các vùng kinh tế. Trên cơ sở đó thúc đẩy sự phát triển kinh tế của tất cả các vùng, tạo điều kiện nâng cao mức sống của toàn dân và nhanh chóng đạt được sự công bằng xã hội trong cả nước, đẩy nhanh tốc độ thực hiện công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa. Ở Việt Nam với 64 tỉnh, thành phố được chia thành 8 vùng kinh tế: vùng Đông Bắc, vùng Tây Bắc, vùng Đồng Bằng Sông Hồng, vùng Bắc Trung Bộ, vùng Duyên Hải Miền

Trung, vùng Tây Nguyên, vùng Đông Nam Bộ và vùng Đồng Bằng Sông Cửu Long. Nhà nước tiếp tục thúc đẩy các vùng kinh tế trọng điểm phát huy vai trò đầu tàu tăng trưởng nhanh, đồng thời tạo điều kiện và đầu tư cho vùng nhiều khó khăn.

+ Vùng kinh tế trọng điểm Bắc Bộ bao gồm các tỉnh: Hà Nội, Hải Phòng, Quảng Ninh, Hưng Yên, Hải Dương. Nhịp độ tăng trưởng GDP của vùng thời kỳ 1991-2000 đạt 8,3%, tốc độ tăng dân số thành thị khoảng 4%/năm, GDP/người năm 2000 bằng 1,6 lần năm 1995. Tỷ lệ đói nghèo giảm nhanh từ 12% năm 1994 xuống còn 8,2% năm 1998, chỉ số thất nghiệp ở mức thấp dưới 3%.

+ Vùng kinh tế trọng điểm Miền Trung bao gồm các tỉnh: Huế, Đà Nẵng, Quảng Ngãi. Nhịp độ tăng trưởng kinh tế khoảng 13-15% GDP, thu nhập bình quân đầu người tăng từ 300 USD năm 2000 lên 650 USD năm 2005. Chuyển đổi cơ chế kinh tế vùng theo hướng công nghiệp hóa hiện, đại hóa trên cơ sở tập trung phát triển công nghiệp tạo bước nhảy ban đầu cho nền kinh tế vùng. Tỷ trọng công nghiệp tăng nhanh từ 26,08% năm 1995 lên 32% năm 2000 và khoảng 39-41% năm 2005.

+ Vùng kinh tế trọng điểm Miền Nam bao gồm Thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu, Bình Dương là hạt nhân phát triển của vùng Đông Nam Bộ và của cả khu vực phía Nam.

Khu kinh tế trọng điểm phía Nam trở thành một trong những vùng kinh tế phát triển năng động, có tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh và hiệu quả, bình quân GDP khoảng 13%, trong đó khu vực dịch vụ chiếm tỷ trọng lớn và có tốc độ tăng trên 15%/ năm. Tỷ trọng GDP của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam so với cả nước từ 22,9% năm 1990 lên 28,5% năm 1995, 30,2% năm 1999. Cơ cấu kinh tế trong vùng có sự chuyển dịch khá nhanh, tăng tỷ trọng công nghiệp và dịch vụ, giảm tỷ trọng nông nghiệp trong GDP. Từ năm 1996 vốn đầu tư vào vùng kinh tế

trọng điểm này luôn dẫn đầu cả nước, theo đánh giá sơ bộ tổng vốn đầu tư phát triển vùng chiếm 44-51% GDP, cao gấp rưỡi tỷ lệ chung của cả nước (phụ lục 7).

Nhìn chung, bên cạnh những thành tựu đáng khích lệ, cho đến nay nền kinh tế nước ta vẫn còn nhiều khó khăn, các chính sách quản lý và điều hành nền kinh tế xã hội của Nhà nước vẫn còn bộc lộ nhiều nhược điểm, gây khó khăn và ảnh hưởng không nhỏ đến quá trình thực hiện công cuộc công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Cụ thể:

Kinh tế có tăng trưởng nhưng chưa ổn định, trong năm 1999 chỉ đạt được mức 4,7%, nền kinh tế chưa hồi phục hoàn toàn, vẫn còn trong tình trạng giảm phát. Cơ cấu kinh tế, đặc biệt là cơ cấu vùng và ngành có nhiều biểu hiện mất cân đối nghiêm trọng, tình trạng sản xuất không có định hướng quy hoạch tổng thể xảy ra thường xuyên, nổi bật nhất trong thời gian qua là trong lĩnh vực sản xuất nông nghiệp bao gồm nuôi trồng chế biến thủy hải sản và lương thực. Kinh tế nông nghiệp lạc hậu, đời sống nông dân còn nhiều khó khăn, tình trạng phân hóa giàu nghèo giữa thành thị và nông thôn ngày càng trở nên gay gắt.

Cơ sở hạ tầng còn yếu kém; công nghiệp lạc hậu không theo kịp với yêu cầu phát triển của nền kinh tế cũng như tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế; hiệu quả sử dụng vốn còn thấp. Vì vậy, đã ảnh hưởng đến năng lực cạnh tranh của nền kinh tế. Khoảng cách chênh lệch về trình độ phát triển kinh tế của Việt Nam so với các nước trong khu vực còn khá xa.

Các vấn đề xã hội ngày càng trở nên bức xúc, hệ thống giáo dục, y tế mặc dù có chú trọng đầu tư nhưng chưa theo kịp với nhu cầu của quá trình chuyển biến kinh tế xã hội, tình trạng ô nhiễm môi trường có nguy cơ đe dọa đến sự phát triển bền vững của đất nước.

Thực trạng yếu kém trên phần nào bắt nguồn từ tiến độ thực hiện đầu tư chưa đáp ứng kịp thời với nhu cầu phát triển của nền kinh tế xã hội, chính sách huy động vốn cho đầu tư trong thời gian qua chưa đạt hiệu quả cao.

2.2. KHÁI QUÁT THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

Quá trình chuyển đổi cơ chế kinh tế từ tập trung bao cấp sang nền kinh tế thị trường được phản ánh rõ nét qua diễn biến của quá trình chuyển đổi trong lĩnh vực tài chính. Những năm qua, Việt Nam đã từng bước xây dựng thị trường tài chính với cơ cấu nhiều bộ phận và ngày càng hoàn thiện. Hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính đã đóng góp một phần không nhỏ cho công cuộc xây dựng và phát triển nền kinh tế thị trường theo hướng mở cửa hội nhập.

2.2.1. Thị trường tiền tệ

Thị trường nội tệ liên ngân hàng

Từ tháng 7/1993 thị trường nội tệ liên ngân hàng được thành lập trên cơ sở quyết định số 136/QĐ-NH2 của Thống đốc NHNN và chính thức đi vào hoạt động từ năm 1994. Trên thị trường nội tệ liên ngân hàng đã huy tụ được các thành viên là các NHTM, bằng việc thực hiện các nghiệp vụ của thị trường, thị trường nội tệ liên ngân hàng đã điều tiết được vốn giữa các thành viên hiệu quả.

Trong những năm đầu, NHTM quốc doanh là những thành viên chủ yếu tham gia trên thị trường, thì những năm về sau các loại hình NHTM ngoài quốc doanh bắt đầu có sự quan tâm và tham gia thường xuyên trên thị trường này. Quy mô giao dịch thị trường không ngừng gia tăng, năm 1995 giao dịch vốn qua thị trường liên ngân hàng khoảng 5.180 tỷ đồng và đến năm 2004 đạt 150.000 tỷ đồng. Cùng với tiến trình tự do hóa lãi suất, NHNN kết hợp với Bộ Tài chính tổ chức đấu thầu tín phiếu kho bạc, qua đó, tạo điều kiện cho NHNN thống nhất và

chủ động hơn trong quá trình điều hành chính sách tiền tệ quốc gia, cũng như góp phần cải tiến cơ chế quản lý nợ công.

Thị trường ngoại tệ liên ngân hàng

Theo quyết định số 203/QĐ-NH13 (20/9/1994) của Thống đốc NHNN, về việc tổ chức thực hiện giao dịch thị trường ngoại tệ liên ngân hàng. Thị trường ngoại tệ liên ngân hàng ra đời đáp ứng được nhu cầu đổi mới cơ chế quản lý ngoại hối của NHNN, đồng thời qua đó hỗ trợ cho các NHTM thực hiện điều hòa vốn ngoại tệ có hiệu quả hơn, mở rộng hoạt động kinh doanh ngân hàng, tài trợ cho hoạt động xuất nhập khẩu. Đến năm 1998, khi luật NHNN và luật các tổ chức tín dụng chính thức áp dụng, để phù hợp với khung pháp lý mới, NHNN đã không ngừng điều chỉnh hoàn thiện cơ chế quản lý và từng bước đưa thị trường ngoại tệ liên ngân hàng dần dần đi vào ổn định, quy tụ ngày càng đông các tổ chức tín dụng tham gia, doanh số giao dịch tăng lên nhanh. Bắt đầu từ năm 2000, khi đưa nghiệp vụ thị trường mở vào hoạt động, tạo ra kênh dẫn vốn mới cho thị trường nội tệ liên ngân hàng. Đồng thời, thiết lập được cơ chế điều chỉnh lãi suất linh hoạt giữa nội tệ với ngoại tệ, từ đó điều chỉnh ngày càng hiệu quả hơn thị trường ngoại hối và tỷ giá hối đoái. Năm 2001, NHNN thực hiện chính sách tự do hóa, bằng việc thực hiện hàng loạt các biện pháp từng bước nới lỏng cơ chế kiểm soát trực tiếp. Các tổ chức tín dụng chủ động trong xác định lãi suất đi vay và cho vay bằng ngoại tệ, dựa trên cơ sở lãi suất trên thị trường quốc tế và cung cầu ngoại tệ trong nước.

Nhìn chung, thị trường tiền tệ liên ngân hàng từng bước khẳng định được vai trò điều tiết vốn ngắn hạn chủ yếu cho nền kinh tế, ổn định môi trường tiền tệ, tạo điều kiện thuận lợi thúc đẩy sự ra đời của các bộ phận thị trường tài chính khác.

Thị trường tín phiếu kho bạc Nhà nước

Thị trường tín phiếu kho bạc Nhà nước chính thức đi vào hoạt động từ tháng 6/1995. Dựa trên các văn bản pháp lý về quy chế phát hành trái phiếu chính phủ như nghị định 72/CP ngày 26/7/1994, các Thông tư 75/TC-KBNN ngày 14/9/1994; 1179/TC-KBNN ngày 5/12/1994; quyết định số 61/QĐ ngày 8/3/1995 về quy chế đấu thầu tín phiếu kho bạc Nhà nước. Trên cơ sở Luật NHNN, chuẩn bị cho việc đưa nghiệp vụ thị trường mở vào hoạt động, Chính phủ ban hành Nghị định 01/2000/NĐ-CP ngày 13/1/2000 về quy chế phát hành trái phiếu chính phủ thay thế cho Nghị định 72.

Thị trường tín phiếu Kho bạc Nhà nước có sự phát triển nhanh và vững mạnh, số thành viên tham gia thị trường ngày càng tăng. Nếu trong phiên giao dịch đầu tiên năm 1995, có 30 thành viên đăng ký tham gia, thì năm 2005 số thành viên này là 47 và sự tham gia của họ trở nên đều đặn hơn, lượng tín phiếu phát hàng ngày một tăng.

Bảng 2.4: Khối lượng tín phiếu kho bạc trúng thầu từ 2000-2006

Đơn vị: tỷ đồng

Năm	1997-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tín phiếu	14.705,5	3.955	8.140	15.901	19.465	23.000	22.075
Lãi suất /năm(%)	5,0-6,5	5-6	5-5,8	4,7-6,1	5,6-5,85	5,9-6,3	3,35-6,3

Nguồn: Niên giám thống kê, Thời báo kinh tế Việt Nam, Bộ Tài chính [22;24;25]

Hoạt động của thị trường tín phiếu kho bạc đã phần nào góp phần ổn định tình hình Ngân sách Nhà nước, bằng việc huy động một lượng vốn với quy mô lớn và lãi suất thấp đáp kịp thời nhu cầu cân đối tiền mặt cho các hoạt động chi tiêu của Nhà nước. Đồng thời, hoạt động của thị trường tín phiếu kho bạc đã tạo ra cơ chế linh hoạt cho các tổ chức tín dụng điều hành có hiệu quả hơn lượng vốn khả

dụng phục vụ cho mục đích kinh doanh. Với một lượng tín phiếu kho bạc được các tổ chức tín dụng nắm giữ sẽ là điều kiện thuận lợi để NHNN triển khai thực hiện nghiệp vụ thị trường mở tốt hơn.

Hoạt động thị trường mở

Thị trường mở chính thức hoạt động vào tháng 7/2000, trên cơ sở luật NHNN và Quyết định 85/QĐ-NHNN ngày 9/3/2000 về quy chế hoạt động thị trường mở. Việc đưa thị trường mở vào hoạt động được xem là một bước phát triển mới trong điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, tiến tới giảm dần các công cụ trực tiếp. Sau 5 năm hoạt động thị trường mở không ngừng được hoàn thiện, số lượng giao dịch tăng lên đáng kể, cụ thể được thể hiện:

Bảng 2.5: Tình hình giao dịch thị trường mở đến năm 2006 Đơn vị: tỷ đồng

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Kết quả trúng thầu	16 phiên 2.113	48 3.833,81	57 9.145	100 21.183	>100 61.936	72.891	86.302
Lãi suất (%)	3,4-4,6	4,9-5,3	4,9-5,3	2,3-5	3,25-4	5,9-6,3	0,90-6

Nguồn: Thời báo kinh tế Việt Nam [24;25;27]

Trong thời gian đầu do số thành viên tham gia ít, chủ yếu là các NHTM quốc doanh, nên tác dụng điều tiết vốn khả dụng các tổ chức tín dụng của công cụ này còn hạn chế. Tuy nhiên, từ năm 2002 trở đi hoạt động thị trường bắt đầu có những bước khởi sắc, quy mô và doanh số giao dịch trên thị trường tăng lên rất nhanh. Điều này, cho thấy tính phù hợp của nó khi các điều kiện kinh tế có sự thay đổi. Đồng thời, với việc gia tăng số phiên giao dịch, nghiệp vụ giao dịch kỳ hạn cũng được đưa vào áp dụng, do vậy làm cho lãi suất hình thành trên thị trường ngày càng linh hoạt hơn. Đặc biệt trong năm 2006, bắt đầu có sự phát triển vượt bậc và hoàn thiện một bước của thị trường mở: trong đó khối lượng giấy tờ có giá mà NHNN mua vào là 26.332 tỷ, bán ra 86.302 tỷ. Tức là qua thị trường NHNN đã

cung ứng ra lưu thông gần 26.332 tỷ đồng và giúp cho các NHTM, tổ chức tín dụng đầu tư trên 86.302 tỷ đồng vốn khả dụng vào các loại giấy tờ có giá ngắn hạn, làm tăng khả năng sinh lời, tối đa hóa nguồn vốn kinh doanh, phù hợp với hoạt động ngân hàng trên thế giới.

2.2.2. Thị trường vốn

Thị trường vốn gồm: thị trường trái phiếu chính phủ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường cổ phiếu, tuy nhiên, thị trường chứng khoán nợ chiếm tỷ trọng lớn.

2.2.2.1. Thị trường trái phiếu Nhà nước

Cùng với tín phiếu kho bạc, thị trường trái phiếu Nhà nước còn gồm có trái phiếu Kho bạc có thời gian từ 1-5 năm, trái phiếu đầu tư và trái phiếu chính quyền địa phương. Trong tiến trình đổi mới cơ chế điều hành Ngân sách Nhà nước, phù hợp với điều kiện kinh tế thị trường, vừa đáp ứng nhu cầu huy động khai thác nguồn tài chính bù đắp thiếu hụt Ngân sách cho các dự án đầu tư phát triển, vừa tạo ra môi trường tài chính ổn định. Chính phủ đã từng bước hoàn thiện khung pháp lý cho việc mở rộng các kênh huy động vốn qua thị trường trái phiếu Nhà nước.

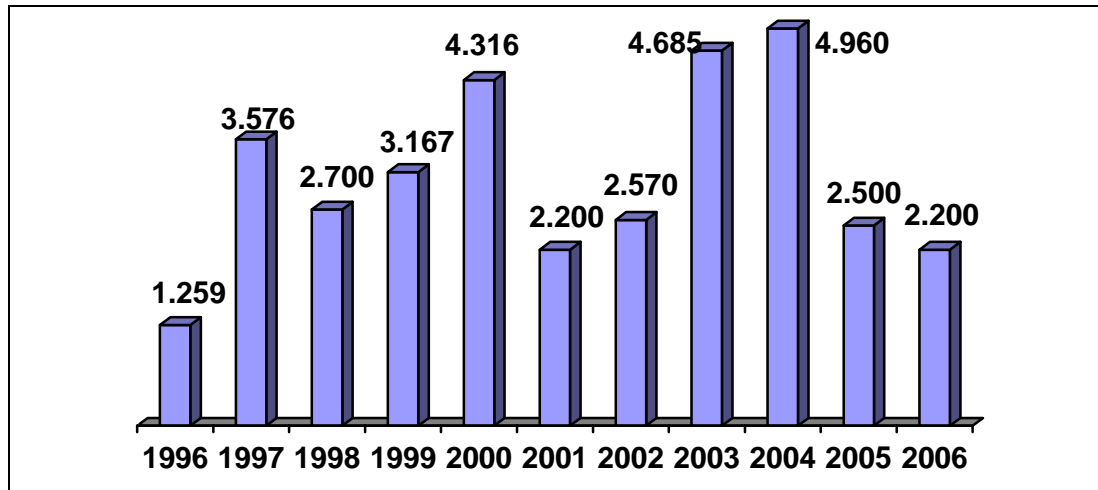
Kết quả huy động vốn qua thị trường trái phiếu Nhà nước

Các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ thời gian qua không ngừng được hoàn thiện. Việc vận dụng các phương thức hiện đại như: đấu thầu qua trung tâm giao dịch chứng khoán và bảo lãnh phát hành,... đã góp phần rất lớn cho sự thành công của các đợt phát hành trong những năm gần đây.

+ Bán lẻ qua hệ thống Kho bạc

Trái phiếu kho bạc là loại trái phiếu có sức hấp dẫn đối với các tầng lớp dân cư, đặc biệt là trong những năm 1991-1996. Do lãi suất trái phiếu tương đối cao, nên dễ dàng thu hút được một khối lượng vốn lớn đáp ứng nhu cầu chi tiêu của

Ngân sách Nhà nước. Cụ thể từ tháng 4/1995-10/1995 Kho bạc Nhà nước phát hành trái phiếu kỳ hạn 1 năm, lãi suất 21%/năm, trong khoảng thời gian 6 tháng Kho bạc Nhà nước đã phát hành được 7.361 tỷ đồng. Trong vòng 2 tháng từ 1/3-15/4 năm 1996 phát hành được 745 tỷ đồng trái phiếu. Trên cơ sở những thành quả đạt được trong phát hành trái phiếu có kỳ hạn 1 năm, nhằm mục đích nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và tạo tính chủ động trong công tác cân đối Ngân sách Nhà nước. Bắt đầu từ tháng 9/1996 Bộ Tài chính kết hợp với Kho bạc Nhà nước phát hành các loại trái phiếu có kỳ hạn 2 năm huy động vốn cho Ngân sách Nhà nước.



Nguồn: Kho bạc Nhà nước[28]

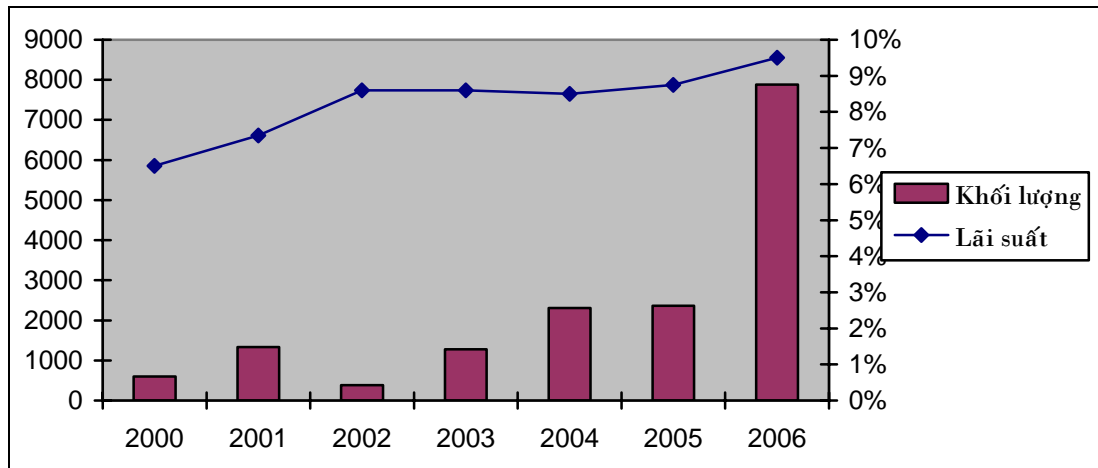
Hình 2.2: Phát hành trái phiếu Kho bạc Nhà nước kỳ hạn 2 năm 1996 -2001

Đơn vị: Tỷ đồng

Riêng đối với loại trái phiếu kho bạc có kỳ hạn 5 năm, từ năm 2001 Kho bạc Nhà nước tổ chức thí điểm phát hành trái phiếu chiết khấu với lãi suất 7,2%/năm tại Hà nội và Tp. Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, do những nguyên nhân khách quan và chủ quan như: cơ chế xác định lãi suất chưa hợp lý, nhu cầu đầu tư vào loại cổ phiếu quá cao, biến động thị trường vàng và bất động sản ... đã ảnh hưởng đến kết quả của các đợt phát hành trái phiếu kho bạc Nhà nước.

+ *Đấu thầu qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán*

Theo số liệu đến cuối năm 2004 sau hơn 4 năm đi vào hoạt động Trung tâm Giao dịch Chứng khoán đã tổ chức trên 800 phiên giao dịch chứng khoán liên tục, an toàn bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu. Trong đó, số lượng gọi thầu trái phiếu chính phủ qua mỗi phiên tăng lên. Nếu trong năm 2000, trung bình mỗi phiên giao dịch khoảng 1,4 tỷ đồng, năm 2001 trung bình khoảng 6,85 tỷ đồng (bao gồm cả những giao dịch thỏa thuận), sang năm 2002, tình hình có lắng xuống, nhưng sang năm 2003 con số này lại tăng trở lại. Tính đến hết năm 2003, một khối lượng vốn lớn được huy động cho Ngân sách Nhà nước, cả về bảo lãnh phát hành và đấu thầu phát hành trên 100 loại trái phiếu chính phủ và niêm yết tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán với khối lượng trên 11.000 tỷ đồng. Kỳ hạn trái phiếu chính phủ gồm các loại 5 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm, được đấu thầu theo 2 hình thức: cạnh tranh lãi suất và không cạnh tranh bằng việc mua trái phiếu theo lãi suất trúng thầu từ kết quả đấu thầu cạnh tranh.



Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM [24;25;27;29;30]

Hình 2.3: Kết quả đấu thầu qua Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM

Đơn vị: Tỷ đồng

Thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ trong những đầu (2000-2002) gặp nhiều khó khăn, diễn biến thị trường tương đối trầm lắng. Nguyên nhân do số thành viên tham gia quá ít; cơ chế lãi suất đấu thầu của Bộ Tài chính còn mang nặng tính hành chính cứng nhắc, chưa sát với mức lãi suất thị trường nên chưa thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư tài chính. Từ năm 2003, tình hình này được cải thiện khi Nhà nước điều chỉnh, khắc phục những hạn chế về cơ chế lãi suất và gia tăng số thành viên tham gia, điều này làm cho thị trường có những dấu hiệu diễn biến tích cực.

+ Bảo lãnh phát hành

Cùng với việc triển khai phương thức phát hành đấu thầu qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán, Kho bạc Nhà nước còn phát hành trái phiếu theo phương thức bảo lãnh phát hành. Điều này, nhằm đa dạng hóa các kênh phát hành huy động vốn nhanh có hiệu quả các nguồn vốn dài hạn đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển. Đồng thời, qua phương thức này còn góp phần làm tăng nhanh khối lượng hàng hóa có chất lượng cho thị trường chứng khoán.

Sau hơn 4 năm hoạt động phương thức bảo lãnh phát hành đã mang lại hiệu quả rất lớn góp phần làm giảm chi phí huy động vốn, đảm bảo cho các đợt phát hành trái phiếu chính phủ đạt hiệu quả. Với những thành công đạt được, bảo lãnh phát hành được xem là phương thức hiệu quả nhất, phù hợp với tình hình thị trường tài chính Việt Nam và được vận dụng để phát hành các loại trái phiếu khác.

Bảng 2.6: Kết quả phát hành trái phiếu chính phủ qua bảo lãnh 2000-2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Giá trị (tỷ đồng)	600	1.333	386	8.504	8.593	9.945	12.241
Kỳ hạn (năm)	5	5	10;15	2;5;10;15	2;5;10;15	2;5;10;15	2;5;10;15
Lãi suất (%/năm)	6,5-6,6	7,0-7,35	8,1-9,18	7,8-9,7	8,35-8,5	8,5-9,2	8,75-9,5

Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp.HCM [24;25;27;29;30]

2.2.2.2. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp bao gồm: trái phiếu doanh nghiệp Nhà nước và trái phiếu công ty.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Nhà nước

Trong tiến trình đổi mới cơ chế quản lý các doanh nghiệp Nhà nước, bên cạnh công tác cổ phần hóa sắp xếp lại các doanh nghiệp Nhà nước, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp mở rộng hoạt động huy động vốn, Chính phủ ban hành Nghị định 120/CP ngày 17/9/1994 kèm theo quy chế tạm thời về việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu doanh nghiệp Nhà nước ra thị trường. Tuy nhiên, trên thực tế số lượng các doanh nghiệp huy động vốn qua phát hành trái phiếu còn rất ít, điều này cho thấy kênh huy động vốn qua phát hành trái phiếu còn hạn chế và quá mới mẻ đối với doanh nghiệp. Trước khi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán hoạt động, năm 1997 Công ty thép Việt Nam được Bộ Tài chính duyệt đề án phát hành trái phiếu với khối lượng huy động dự kiến là 9,2 tỷ đồng, thời hạn từ 25-30 năm, lãi suất công bố hàng năm và được tính toán dựa trên kết quả kinh doanh của công ty. Đối tượng mua trái phiếu này chủ yếu là cán bộ, công nhân viên của công ty. Cùng với trái phiếu Công ty thép Việt Nam, còn có một khối lượng lớn trái phiếu của các tổ chức tín dụng được phát hành theo Quyết định 212/QĐ/NH1 ngày 22/9/1994 của Thống đốc NHNN về việc ban hành thể lệ phát hành trái phiếu NHTM, Ngân hàng đầu tư và hướng dẫn việc phát hành trái phiếu của các tổ chức tín dụng. Từ năm 1998 đến nay Ngân hàng Đầu tư Phát triển đã liên tục phát hành trái phiếu ngân hàng với các kỳ hạn từ 1-5 năm. Các đợt phát hành đều đạt kết quả cao, huy động được một lượng vốn dài hạn lớn, đáp ứng được nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển. Lãi suất qua các đợt phát hành cũng được điều chỉnh

sát với lãi suất thị trường, tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Khi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh đi vào hoạt động, trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư Phát triển Việt Nam được chính thức niêm yết.

Thị trường trái phiếu các công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn

Theo luật công ty được ban hành năm 1990, các công ty cổ phần được phép phát hành trái phiếu công ty để huy động vốn. Đến năm 1999, khi luật doanh nghiệp ra đời thay thế luật công ty, cũng đề cập đến nội dung này, nhưng cho đến hiện nay có rất ít doanh nghiệp vận dụng để huy động vốn. Năm 1997 Công ty cổ phần điện lạnh phát hành trái phiếu chuyển đổi với tổng mệnh giá 5.000.000 USD lãi suất 4,5%/năm. Trái phiếu được chuyển đổi thành cổ phiếu vào năm 1998 theo hệ số chuyển đổi đã được xác định trước khi phát hành. Năm 2001, Công ty cổ phần công nghệ thông tin phát hành trái phiếu chuyển đổi với tổng mệnh giá 10 tỷ đồng, thời hạn 3 năm lãi suất 8%/năm và được chuyển đổi vào năm 2004 với hệ số chuyển đổi xác định trước. Đến năm 2004 theo thông tư 75/2004/TT-BTC của Bộ Tài chính về phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng, các doanh nghiệp khi phát hành trái phiếu ra công chúng để huy động vốn phải đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Điều kiện để được phát hành trái phiếu, bao gồm:

Có vốn điều lệ tối thiểu 10 tỷ đồng;

Hoạt động sản xuất kinh doanh có lãi, lợi nhuận sau thuế liền trước năm đăng ký là số dương và không lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký phát hành;

Có tổ chức bảo lãnh phát hành;

Tính đến thời điểm cuối năm 2004, cả nước chỉ mới có 3 công ty thực hiện phát hành trái phiếu ra công chúng để huy động vốn là Công ty tài chính dầu khí 300 tỷ đồng, Công ty tài chính tàu thủy 50 tỷ đồng, Công ty tài chính cao su 300

tỷ đồng. Giai đoạn 2005-2007, Công ty cổ phần đầu tư hạ tầng kỹ thuật Tp. Hồ Chí Minh phát hành trái phiếu chuyển đổi với tổng mệnh giá 100 tỷ đồng, thời gian chuyển đổi không quá 3 năm, lãi suất trái phiếu không quá 8,4%/năm, chuyển đổi theo cổ phần phổ thông và đảm bảo cho các cổ đông cũ được quyền mua trái phiếu tương ứng với tỷ lệ cổ phần sở hữu theo điều lệ. Ngày 15/12/2005, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam tổ chức đấu giá phát hành trái phiếu chuyển đổi trong thời gian 7 năm.

Như vậy, mặc dù Nhà nước đã ban hành những quy định tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phát hành trái phiếu để huy động vốn cho sản xuất kinh doanh. Nhưng tính đến hiện nay, phương thức này vẫn chưa được các doanh nghiệp vận dụng phổ biến. Điều này, làm cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa được khởi động, trên thực tế chỉ có trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư Phát triển và trái phiếu của các công ty tài chính phát hành, còn các doanh nghiệp kinh doanh hàng hóa chưa xuất hiện.

2.2.3. Những kết quả đạt thị trường tài chính Việt Nam trong thời gian qua

Sau một thời gian hoạt động, thị trường tài chính Việt Nam không ngừng hoàn thiện và tạo ra những tác động tích cực sau:

Đối với Ngân sách Nhà nước

Trong điều kiện các nguồn tài chính còn hạn hẹp, Ngân sách Nhà nước thường xuyên bội chi ở mức độ cao, việc phát hành trái phiếu chính phủ là một biện pháp thiết thực và hữu hiệu. Qua thị trường, Nhà nước thu hút được một khối lượng lớn vốn nhàn rỗi trong xã hội giải quyết được hiện tượng mất cân đối tạm thời trong thu chi Ngân sách và cho nhu cầu đầu tư phát triển. Điều này góp phần tạo nên tính chủ động hơn cho Nhà nước trong việc hoạch định và thực hiện dự toán thu chi, chấm dứt việc phát hành tiền bù đắp bội chi, hạn chế vay nợ nước ngoài, góp phần làm lành mạnh hóa nền tài chính quốc gia.

Bảng 2.7: Tỷ lệ bù đắp bội chi NSNN bằng nguồn phát hành trái phiếu từ 1986-2003

1986-1990	1991-1994	1995-1997	1998-2000	2001	2002	2003
0,3%	58,2%	67,1%	79,4%	60,33%	63,7%	61,1%

Nguồn: Vụ Ngân sách Nhà nước [25]

Theo thông tin Kho bạc Nhà nước, giai đoạn 2003-2005 tổng vốn phân bổ cho các dự án từ nguồn phát hành trái phiếu là 12.916 tỷ đồng. Tính đến hết tháng 4 năm 2004 đã huy động và giải ngân được 4.170 tỷ đồng, trong đó năm 2003 giải ngân được 3.650 tỷ đồng và năm 2004 là 540 tỷ đồng vốn huy động tính đến ngày 15 tháng 6 năm 2004.

Đối với hoạt động đầu tư và tăng lực kinh doanh của nền kinh tế

Thông qua phát hành trái phiếu công trình và trái phiếu doanh nghiệp, một khối lượng vốn của xã hội được huy động và đầu tư trực tiếp cho các công trình kinh tế xã hội quan trọng, góp phần nâng cao năng lực sản xuất của nền kinh tế. Đối với trái phiếu doanh nghiệp và việc phát hành trái phiếu một mặt làm tăng quy mô vốn đầu tư đổi mới công nghệ và tài sản cố định, tăng năng lực sản xuất. Mặt khác, qua thị trường đã thiết lập nên cơ chế kiểm tra, kiểm soát vốn kinh doanh dựa trên cơ sở hiệu quả kinh tế. Hơn nữa, khai thác nguồn vốn từ phát hành trái phiếu đã làm giảm bớt gánh nặng cho Ngân sách Nhà nước, trong điều kiện nguồn thu còn hạn chế, thâm hụt kéo dài.

Cùng với kênh huy động vốn qua NHTM, thị trường tài chính góp phần ổn định, điều hòa lưu thông tiền tệ kiểm chế và kiểm soát lạm phát

Thông qua phát hành trái phiếu, Chính phủ đã thu hút được một khối lượng lớn tiền nhàn rỗi trong xã hội, đưa vào đầu tư phát triển sản xuất kinh doanh. Với phương thức này giúp cho Nhà nước không phải phát hành tiền, cân đối Ngân sách tích cực, cân đối được cung cầu tiền tệ trong lưu thông, kiểm chế và kiểm

soát lạm phát ở mức hợp lý. Bắt đầu từ ngày 20/7/2000 thị trường mở được đưa vào hoạt động, tín phiếu kho bạc trở thành hàng hóa của chủ yếu của thị trường. Với khối lượng lớn, đa dạng về kỳ hạn, có sức hấp dẫn cao đã giúp cho NHNN sử dụng có hiệu quả công cụ này điều tiết khối tiền mặt trong lưu thông.

Bảng 2.8: Phát hành trái phiếu trong nước bù đắp bội chi NSNN (1999-2006)

Đơn vị tính: tỷ đồng

	1999	2000	2001	2002	2003	2004 ^(*)	2005 ^(*)	2006 ^(*)
- 1 năm	2.510	4.400	2.761	7.500	7.000	-	-	-
- 2 năm	1.819	7.077	9.140	11.002	13.221	-	-	-
- 5 năm	-	600	990	231	4.000	-	-	-
- Công trái	4.496						2.000	
Tổng	8.825	12.077	13.552	18.733	24.221	27.450	33.250	36.000
- Bù đắp bội chi	1.491	6.110	7.333	8.234	7.581	9.250	9.904	11.650
Tỷ lệ bù đắp	$\frac{1.491}{6.328}$	$\frac{6.110}{12.402}$	$\frac{7.333}{12.142}$	$\frac{8.234}{12.926}$	$\frac{7.581}{12.045}$	$\frac{9.250}{12.025}$	$\frac{9.904}{13.300}$	$\frac{11.650}{17.120}$

Nguồn: Bộ Tài chính [25] (*) Ước thực hiện lần 2 NSNN năm 2004, ước thực hiện lần 1 NSNN năm 2005, dự toán NSNN năm 2006

2.3. THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG Ở VIỆT NAM

Cùng với tiến trình thực hiện cơ chế phi tập trung hóa trong quản lý Ngân sách Nhà nước, tăng quyền tự chủ cho các cấp chính quyền địa phương, đặc biệt là lĩnh vực đầu tư phát triển hạ tầng kinh tế xã hội, tạo ra áp lực tăng nhu cầu chi tiêu cho NSDP. Để cân đối ngân sách, trong giới hạn quyền lực được phân định chính quyền các địa phương thông qua thị trường bằng biện pháp phát hành huy động các nguồn lực tài chính trong và ngoài nước cho đầu tư phát triển kinh tế địa phương. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam ra đời và phát triển dựa trên các yếu tố cơ sở và tiến trình này.

2.3.1. Cơ sở hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

Quá trình hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương dựa trên sự kết hợp các yếu tố cơ sở sau:

Những quy định về phân cấp NSNN về đầu tư và vay nợ cho chính quyền địa phương.

Khuôn khổ pháp lý cho phát hành trái phiếu chính quyền địa phương.

Xây dựng *quỹ đầu tư phát triển địa phương*.

Phân cấp Ngân sách Nhà nước về đầu tư và vay nợ cho chính quyền địa phương

Bắt đầu từ năm 1990 Chính phủ không ngừng đổi mới chính sách tài chính quốc gia theo hướng phi tập trung hóa cho phù hợp với hoàn cảnh đất nước và điều kiện nền kinh tế chuyển đổi theo cơ chế kinh tế thị trường. Trong đó những đổi mới chính sách Ngân sách Nhà nước đã tạo ra tính linh hoạt, chủ động hơn trong quá trình điều hành Ngân sách, khắc phục được hiện tượng thâm hụt truyền miên và cân đối thụ động. Điều này, đã có những đóng góp rất lớn thúc đẩy công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước. Xem những nét nổi bật trong phân cấp quản lý Ngân sách Nhà nước từ năm 1991 đến nay, có thể chia làm 2 giai đoạn cơ bản:

Giai đoạn trước khi có luật NSNN năm 1996

Giai đoạn sau khi có luật NSNN

(1) Giai đoạn trước khi có luật NSNN (1991-1996)

Trong giai đoạn này, chế định pháp lý về phân cấp quản lý NSNN được thực hiện theo các văn bản dưới luật gồm:

Nghị quyết 186/HĐBT ngày 27/11/1989 của Hội đồng Bộ trưởng.

Quyết định 168/HĐBT ngày 15/5/1992 của Hội đồng Bộ trưởng.

Ở giai đoạn đầu của thời kỳ đổi mới, các thể chế kinh tế thị trường chưa hình thành đầy đủ và đồng bộ, nguồn lực tài chính còn hạn chế. Vì vậy, mối quan hệ giữa NSTW và NSDP giải quyết theo hướng tập trung nhanh các nguồn lực cho NSTW đồng thời tạo nên sự linh hoạt hơn cho NSDP trong quá trình điều chỉnh phân cấp. Hệ thống Ngân sách thống nhất bao gồm NSTW và NSDP, trong đó NSDP gồm: Ngân sách tỉnh, thành phố thuộc Trung ương; Ngân sách quận, huyện và Ngân sách xã phường. Mỗi cấp Ngân sách được xác định nguồn thu và nhiệm vụ chi cụ thể.

Nội dung phân cấp quản lý NSNN giai đoạn 1991-1996 có những đổi mới, tiến bộ hơn so với thời kỳ trước 1990, phù hợp với cơ chế kinh tế thị trường đang chuyển đổi ở Việt Nam. Trong đó, bước đầu thể hiện được vai trò quản lý điều tiết vĩ mô của Nhà nước qua NSNN. Phân cấp quản lý thu chi giữa ngân sách các cấp được thực hiện theo hướng:

NSTW đảm nhận nhiệm vụ chi các chương trình quốc gia, các dự án phát triển ngành.

NSDP được phân cấp quản lý và thực hiện một số nhu cầu chi gắn với nhiệm vụ của chính quyền địa phương, chủ yếu là quản lý hành chính trên địa bàn.

Tuy nhiên, cơ chế phân cấp trên chưa tạo điều kiện cho sự vay nợ và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, cụ thể:

Hệ thống phân cấp Ngân sách vẫn còn mang tính tập trung hóa cao. Quyền quyết định thu tập trung vào NSTW; NSTW đảm nhận phần lớn các khoản chi NSNN.

Trong các văn bản pháp lý chưa đề cập và làm rõ nội dung phân cấp về vay nợ của chính quyền địa phương cho đầu tư phát triển. Vì vậy,

nguồn tài chính chủ yếu cân đối trong giai đoạn này là nguồn thu bổ sung hoặc vay từ NSTW.

Bảng 2.9: Quy mô chi NSTW và NSDP theo tỷ lệ % từ 1991-1996

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
NSTW	59	62	66	70	71	68
NSDP	41	38	34	30	29	32

Nguồn: Bộ Tài chính [25]

Từ thực trạng trên, có thể thấy do cơ chế phân cấp NSNN mới được vận hành bằng những văn bản dưới luật nên tính pháp lý chưa cao, nhiệm vụ quyền hạn của các cơ quan trong quản lý điều hành NSNN chưa được xác định rõ. Phân cấp quản lý đầu tư còn mang nặng tính tập trung về NSTW. Nguồn thu của NSDP rất hạn chế và không ổn định, chưa tạo ra cơ sở tài chính vững chắc cho việc thanh toán các khoản nợ vay của ngân sách địa phương. Vì vậy, những điều kiện cơ bản cho việc hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương giai đoạn này chưa hội đủ.

(2) Giai đoạn sau khi có luật NSNN từ 1997 đến nay

Luật NSNN có hiệu lực thi hành từ 1/1/1997, sau đó được sửa đổi bổ sung và có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/1999. Những điều chỉnh này là để phù hợp với việc triển khai một số văn bản luật mới có tác động đến quá trình điều hành hệ thống NSNN. Sau 5 năm thực hiện, luật NSNN đã phát huy tác dụng tích cực trong việc đổi mới cơ chế quản lý và điều hành NSNN, góp phần quan trọng trong việc tạo ra sự ổn định và thúc đẩy kinh tế tăng trưởng.

+ Tăng cường tính pháp lý trong giải quyết mối quan hệ giữa NSTW và NSDP, trong đó NSTW giữ vai trò chủ đạo đảm bảo các nhiệm vụ chiến lược có quy mô quốc gia, NSDP giữ nhiệm vụ phát triển kinh tế xã hội địa phương.

+ Thực hiện nguyên tắc phân định thu chi thống nhất, công bằng, ổn định tỷ lệ điều tiết từ 3-5 năm, bước đầu tạo ra thế chủ động và độc lập tương đối cho địa

phương trong việc khai thác nguồn thu, bố trí các nguồn lực tài chính hợp lý, đặc biệt là tăng chi đầu tư phát triển địa phương. Cho phép NSDP mở rộng huy động nguồn vốn vay trong nước, với mức vay không vượt quá 30% vốn đầu tư xây dựng cơ bản trong nước hàng năm, riêng Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội tỷ lệ là 100%. Những nội dung trên, đã tạo cơ sở pháp lý cho chính quyền địa phương vận dụng phương thức phát hành trái phiếu huy động vốn đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, đặc biệt là các địa phương trọng điểm có tiềm lực kinh tế và tài chính.

Vì vậy, bắt đầu từ năm 1997 trở đi hầu hết các tỉnh đều có số thu vượt dự toán, thực hiện tốt kế hoạch thu NSNN. (phụ lục 8, 9 và 10)

Tuy nhiên, nếu đối chiếu và so sánh có thể thấy về cơ bản cách thức phân định thu chi như luật NSNN không khác gì mấy so với giai đoạn trước khi chưa có luật NSNN và cơ chế phân cấp này cũng đã có nhiều vấn đề đặt ra như:

NSTW vẫn nắm đại bộ phận khoản thu lớn và chủ yếu, nên chưa khuyến khích địa phương nuôi dưỡng và khai thác nguồn thu trên địa bàn. Với cơ chế phân cấp còn tập trung quá lớn ở NSTW nên đã ảnh hưởng đến nguồn thu của NSDP.

Tỷ lệ phân chia các khoản thu giữa các cấp NSNN còn quá phức tạp, qua việc xây dựng tỷ lệ phân chia cho từng cấp địa phương cho mỗi khoản thu, cho nên khó đạt được sự công bằng trong phân phối nguồn lực.

Mặc dù được phép vay nhưng nguồn thu ngân sách địa phương còn hạn chế khó có thể đảm bảo cho NSDP chủ động cân đối trả nợ, đã phần nào hạn chế tính chủ động của địa phương huy động vốn thông qua vay nợ tài trợ cho các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng. Việc phân cấp thống nhất trong toàn quốc tỏ ra không phù hợp. Khi chủ trương của Nhà nước phát triển khu kinh tế trọng điểm, việc quy định NSDP không được bội chi hoặc vay đầu tư xây dựng các công trình hạ tầng

kinh tế xã hội không vượt quá 30% mức vốn đầu tư xây dựng cơ bản hàng năm là thiếu linh hoạt đối với các địa phương có điều kiện về tiềm năng phát triển kinh tế. Tại kỳ họp lần 2 Quốc hội khóa XI ngày 25/12/2002 đã thông qua luật NSNN sửa đổi và có hiệu lực thi hành từ năm 2004. Luật NSNN năm 2002 có nhiều nội dung sửa đổi 52/82 điều của luật NSNN năm 1998. Theo đó khuôn khổ pháp lý điều chỉnh phân cấp NSNN rõ ràng hơn.

+ Tăng cường phân cấp quản lý tài chính, phát huy tính năng động tự chủ, tự chịu trách nhiệm của các cấp ngân sách, đồng thời vẫn đảm bảo tính tập trung thống nhất trong hệ thống NSNN.

+ Tăng cường quyền hạn, trách nhiệm của Hội đồng Nhân dân địa phương trong việc phân cấp và quyết định ngân sách ở địa phương. Ngoài nhiệm vụ quyền hạn chung, Hội đồng Nhân dân có quyền: quy định nguồn thu và nhiệm vụ chi cho từng cấp ngân sách địa phương; ban hành chế độ thu ngân sách và các khoản đóng góp của nhân dân theo quy định. Điều này, tạo ra cơ chế cho chính quyền địa phương chủ động thực hiện các dự án đầu tư phát triển, khai thác nguồn vốn đáp ứng cho các nhu cầu đầu tư này, đồng thời tăng cường vai trò giám sát mức nợ địa phương hiệu quả.

+ Phân định nguồn thu, nhiệm vụ chi theo hướng tăng nguồn thu NSDP, giảm số bổ sung từ NSTW, tạo điều kiện thúc đẩy khuyến khích các địa phương chăm lo đầu tư phát triển kinh tế xã hội, nhất là các địa phương trọng điểm. Trong đó, 2 khoản thu lớn NSTW hưởng 100% chuyển thành thu phân chia là thuế tiêu thụ đặc biệt và phí xăng dầu, làm tăng thu NSDP. Trên cơ sở đó, địa phương có thể chủ động được nguồn tài chính đảm bảo thanh toán các khoản nợ vay khi tới hạn.

Như vậy, sau nhiều lần sửa đổi bổ sung nội dung Luật Ngân sách Nhà nước theo hướng phi tập trung hóa, phát huy tính chủ động của địa phương đẩy mạnh

đầu tư phát triển kinh tế, đặc biệt là lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Điều này, gây áp lực tăng bội chi đầu tư, cũng như gia tăng nguồn thu ngân sách địa phương, tạo cơ sở điều kiện để địa phương đẩy mạnh vận dụng phương thức phát hành trái phiếu huy động vốn.

Về khuôn khổ pháp lý cho việc phát hành trái phiếu

Thời gian qua, kết hợp với nội dung những quy định trong phân cấp quản lý Ngân sách Nhà nước, Chính phủ đã ban hành hàng loạt các văn bản nhằm từng bước xây dựng khuôn khổ pháp lý cho sự hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

+ Năm 1994 Chính phủ ban hành nghị định 72//NĐ-CP ngày 26/7/1994, về quy chế phát hành trái phiếu chính phủ. Tiếp theo đó Bộ Tài chính hướng dẫn Ủy ban Nhân dân các Tỉnh, Thành phố xây dựng đề án huy động vốn cho các dự án đầu tư thuộc các lĩnh vực quan trọng. Đây là văn bản pháp lý đầu tiên làm cơ sở cho việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương.

+ Nghị định 01/2000/NĐ-CP ngày 13/01/2000 của Chính phủ ban hành quy chế về phát hành trái phiếu chính phủ và một số Thông tư của Bộ Tài chính, NHNN, Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước về phát hành trái phiếu thông qua hệ thống Kho bạc Nhà nước, đấu thầu qua NHNN và thị trường chứng khoán tập trung. Tuy nhiên, trong nghị định này khi đề cập đến các loại trái phiếu đầu tư có liên quan đến huy động vốn cho công trình, vẫn chưa đề cập đến các loại trái phiếu chính quyền địa phương hoặc các loại trái phiếu công trình do địa phương phát hành và đảm bảo.

+ Từ thực tiễn nhu cầu vốn đầu tư của các địa phương, sau đợt phát hành trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh, Chính phủ ban hành Nghị định 141/2003/NĐ-CP ngày 20/11/2003 thay thế cho Nghị định 01/2000/NĐ-CP về

việc phát hành trái phiếu chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương.

Như vậy, trên cơ sở nội dung phân cấp ngân sách giữa Trung ương và địa phương, cùng với những quy chế tài chính đặc thù áp dụng đối với một số địa phương, Nghị định 141/2003/NĐ-CP đã hình thành khung pháp lý để chính quyền địa phương hoàn toàn có thể vận dụng phương thức phát hành trái phiếu để huy động vốn đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng địa phương. Ngoài ra, Chính phủ và Bộ Tài chính tiếp tục ban hành các Nghị định, Thông tư để các địa phương vận dụng nội dung phân cấp của luật NSNN triển khai phát hành trái phiếu huy động vốn đầu tư. **(phụ lục 3).**

Thành lập quỹ đầu tư phát triển địa phương

Tạo điều kiện cho các địa phương phát hành trái phiếu thông qua pháp nhân quỹ đầu tư phát triển, bắt đầu từ năm 1997, Chính phủ thí điểm thành lập Quỹ đầu tư phát triển đô thị Thành phố Hồ Chí Minh theo Quyết định 644//TTg ngày 10/9/1996. Cho đến nay, cả nước đã thành lập 13 quỹ đầu tư phát triển địa phương, bao gồm: Thành phố Hồ Chí Minh, Bình Định, Hải Phòng, Bình Dương, Đồng Nai, Đồng Tháp, Khánh Hòa, Tiền Giang, Hà Tây, Tây Ninh, Ninh Bình, Hà Nội, Đắk Lak.

2.3.2. Tình hình vay nợ qua thị trường trái phiếu chính quyền địa phương từ 1991 đến nay

Tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương từ năm 1991 đến nay có thể được chia làm hai giai đoạn cơ bản sau:

Giai đoạn trước năm 2003, khi thành phố Hồ Chí Minh chưa thí điểm phát hành trái phiếu đô thị.

Giai đoạn từ năm 2003 đến nay.

2.3.2.1. Giai đoạn : từ năm 1991 đến năm 2003

Cơ chế phân cấp của Ngân sách trong giai đoạn này còn mang nặng tính tập trung, phần lớn nguồn thu các dự án đầu tư đều do NSTW thực hiện. Vì vậy, chỉ có một số địa phương vận dụng nội dung các văn bản pháp lý về phát hành trái phiếu chính phủ, trái phiếu công trình để đầu tư cho các công trình địa phương. Những trái phiếu này được đảm bảo thanh toán bằng nguồn ngân sách địa phương.

Trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh do Ủy ban Nhân dân thành phố phát hành huy động vốn đầu tư đường Nguyễn Tất Thành - Liên tỉnh lộ 15.

Trái phiếu công ty xi măng Nghi Sơn Nghệ An do Ủy Ban Nhân dân tỉnh Nghệ An phát hành và được Ngân sách tỉnh bảo lãnh với mục đích huy động vốn xây dựng nhà máy xi măng Nghi Sơn, công trình trọng điểm của tỉnh.

Từ năm 1995, triển khai Nghị định 72/CP của Chính phủ, Bộ Tài Chính hướng dẫn Ủy ban Nhân dân các tỉnh xây dựng đề án huy động vốn cho các dự án đầu tư trọng điểm của địa phương về phát triển kinh tế xã hội. Ủy ban Nhân dân các tỉnh như: Bình Thuận, Tiền Giang, Cà Mau, Lào Cai... đã triển khai kế hoạch đầu tư các công trình thuộc hạ tầng kinh tế xã hội. Nguồn tài chính đảm bảo thanh toán khi trái phiếu đáo hạn được cân đối trong kế hoạch của ngân sách tỉnh và một số nguồn khác như lệ phí cầu đường, bến bãi và số thu vượt kế hoạch mà ngân sách tỉnh được hưởng. Vận dụng nội dung của Luật NSNN, nhằm khuyến khích các địa phương đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng, thông qua quỹ đầu tư phát triển đô thị, các địa phương như thành phố Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bình Dương, Hải Phòng, Đồng Tháp, ... tính đến thời điểm cuối năm 2000, tổng số vốn điều lệ của 6 quỹ trên cả nước chỉ đạt mức 600 tỷ đồng.

Giai đoạn 1991-2003, có các loại trái phiếu công trình do chính quyền địa phương phát hành như: khu đô thị Linh Đàm 42 tỷ đồng; khu đô thị mới Định

Công 50 tỷ đồng; khu đô thị mới Chí Linh 71 tỷ đồng; nhà máy xi măng Bút Sơn 12,2 tỷ đồng; nhà máy xi măng Anh Sơn 7,6 tỷ đồng; đường Nguyễn Tất Thành-liên tỉnh lộ 15 là 25,2 tỷ đồng... Ngoài ra, một số địa phương như: Tiền Giang, Bình Thuận, Khánh Hòa... phát hành trái phiếu công trình địa phương huy động trên 130 tỷ đồng.

Tuy nhiên, giai đoạn từ 1991 -2002 hoạt động phát hành trái phiếu của các địa phương còn rất hạn chế. Điều này, có thể xuất phát từ những nguyên nhân sau:

Khủng hoảng tài chính tiền tệ ở các nước trong khu vực diễn ra trong những năm 1997-1998, đã có những tác động lớn đến tình hình kinh tế trong nước. Nếu những năm 1994 -1996 tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao, sang giai đoạn này có dấu hiệu giảm sút, quy mô vốn đầu tư giảm ở cấp Trung ương và địa phương, khả năng tăng thu cân đối ngân sách địa phương để thanh toán tiền vay khi tới hạn không đảm bảo. Do đó, các địa phương chưa mạnh dạng đầu tư bằng việc khai thác nguồn vay nợ, chủ yếu các dự án đầu tư đều được thực hiện bằng nguồn vốn trong cân đối của NSDP, các nguồn tài trợ hoặc vay lại từ NSTW.

Theo nội dung Nghị định 01/2000/NĐ-CP, khi địa phương có nhu cầu huy động vốn cho các công trình đầu tư thuộc diện NSNN cấp phát đầu tư, nằm trong kế hoạch đầu tư của Nhà nước nhưng chưa bố trí được vốn ngân sách trong năm kế hoạch, thì Ủy ban Nhân dân tỉnh, thành phố thuộc Trung ương lập phương án phát hành trái phiếu đầu tư gửi Bộ Tài chính thẩm định và trình Thủ tướng duyệt. Dựa vào kế hoạch vay vốn được duyệt, Kho bạc Nhà nước Trung ương phối hợp cùng Bộ Tài chính và NHNN tổ chức đấu thầu trái phiếu đầu tư cho địa phương. Sau đó chuyển vốn về cho địa phương để ghi nhận nợ. Với cơ chế trên đã làm cho địa phương rất bị động trong việc huy động vốn, quy trình phát hành trái phiếu đầu tư của địa phương phụ thuộc quá lớn vào chính quyền Trung ương.

Điều này cho thấy, mặc dù Nhà nước đã chính thức cho các địa phương sử dụng các hình thức vay nợ, trong đó có phát hành trái phiếu để huy động vốn, nhưng trên thực tế vẫn chưa có văn bản luật nào điều chỉnh chính thức công cụ này.

2.3.2.2. Giai đoạn từ năm 2003 đến nay (nghiên cứu tình huống phát hành trái phiếu đô thị của Thành phố Hồ Chí Minh)

Đẩy mạnh đầu tư phát triển kinh tế, nhằm hoàn thành chỉ tiêu kinh tế xã hội trong kế hoạch 5 năm (2000-2005) cùng với tiến trình đô thị hóa, đã làm cho nhu cầu vốn đầu tư của Tỉnh, Thành phố tăng lên rất lớn, đặc biệt là các dự án phát triển hạ tầng cơ sở. Vận dụng nội dung Luật ngân sách Nhà nước, và các Nghị định của Chính phủ về việc áp dụng quy chế tài chính đặc biệt cho một số địa phương, thực hiện hiện cơ chế phi tập trung hóa trong lĩnh vực Ngân sách Nhà nước, một số Tỉnh, Thành phố có điều kiện về tiềm lực kinh tế đã vận dụng phương thức phát hành trái phiếu huy động vốn tài trợ cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng. Từ năm 2003-2005, thông qua Quỹ Đầu Tư Phát Triển Địa Phương các địa phương như Thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đồng Nai, ... đã huy động được một lượng vốn lớn cho Ngân sách. Tuy nhiên, trong giai đoạn này, có hai địa phương tiêu biểu là Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội phát hành trái phiếu với tổng mệnh giá 7.000 tỷ đồng, trong đó Thành phố Hồ Chí Minh là 6.000 tỷ đồng và Hà Nội là 1.000 tỷ đồng, các địa phương còn lại quy mô huy động rất hạn chế.

Với tình hình trên, nghiên cứu về thực trạng thị trường trái phiếu chính quyền địa phương giai đoạn 2003 đến nay, luận án chọn tình huống phát hành trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh tiêu biểu để đi sâu vào phân tích.

Nhu cầu vốn đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng Thành phố Hồ Chí Minh

Thành phố Hồ Chí Minh là trung tâm là một đô thị lớn, trung tâm kinh tế trọng điểm khu vực phía nam, tốc độ phát triển kinh tế trong thời gian qua luôn dẫn đầu cả nước. Với vị thế kinh tế, chính trị của mình, trong thời gian tới đòi hỏi Thành phố phải nỗ lực hơn nữa để đẩy mạnh tốc độ phát triển kinh tế xã hội, làm đầu tàu thúc đẩy kinh tế khu vực phát triển. Theo kế hoạch phát triển kinh tế của Thành phố (2000-2010), nhu cầu vốn đầu tư hàng năm khoảng 40.000 tỷ đồng, riêng giai đoạn (2001-2005) vốn để nâng cấp cơ sở vật chất và đổi mới thiết bị của hệ thống bệnh viện là trên 6.500 tỷ đồng, lĩnh vực trường học là 5.900 tỷ đồng. Còn nhu cầu vốn cho các dự án đầu tư về hạ tầng giao thông, khu công nghệ cao, khu công nghiệp đô thị thì rất lớn trên 100.000 tỷ đồng. Chỉ riêng lĩnh vực phát triển hạ tầng giao thông Thành phố cũng cần phải huy động khoảng 153.971 tỷ đồng trong những năm tiếp theo từ 2006-2010. Như vậy, theo kế hoạch đầu tư phát triển kinh tế xã hội Thành phố đòi hỏi một lượng vốn đầu tư rất lớn. Trong khi, đáp ứng nhu cầu này từ nguồn cân đối của ngân sách tối đa chỉ được khoảng 20%. Do đó, việc đa dạng hóa các kênh huy động và hình thức huy động vốn đầu tư trở nên rất bức bách cho định hướng phát triển kinh tế Thành phố.

Xét về khả năng nguồn lực tài chính, theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước và dự đoán của các nhà kinh tế cho thấy lượng vốn nhàn rỗi tiềm tàng trong nền kinh tế hiện nay rất lớn, lên đến hàng chục ngàn tỷ đồng. Do vậy, các cơ quan ban ngành chức năng đã đề xuất Thành phố nhiều phương án khai thác vốn, như:

- (1) Phát hành trái phiếu đô thị và vay ODA ưu đãi, áp dụng cho những dự án có quy mô lớn, khu công nghệ cao mà trong nước không thực hiện được.
- (2) Đầu tư từ nguồn quỹ đất.
- (3) Đầu tư theo phương thức BOT đối với một số dự án giao thông, các tuyến đường chính.

Trong đó Quỹ Đầu tư Đô thị đề xuất 3 phương thức sau:

- (1) Hợp đồng tài trợ.
- (2) Hình thức công ty cổ phần đầu tư vào lĩnh vực hạ tầng dạng BOT.
- (3) Phát hành trái phiếu để huy động vốn trực tiếp rộng rãi từ công chúng.

Từ đó có thể thấy, chỉ có thực hiện đa dạng hóa các phương thức và hình thức huy động vốn thì mới có thể tạo lập được nguồn tài chính đáp ứng đủ vốn cho đầu tư phát triển theo quy hoạch của Thành phố đã đề ra.

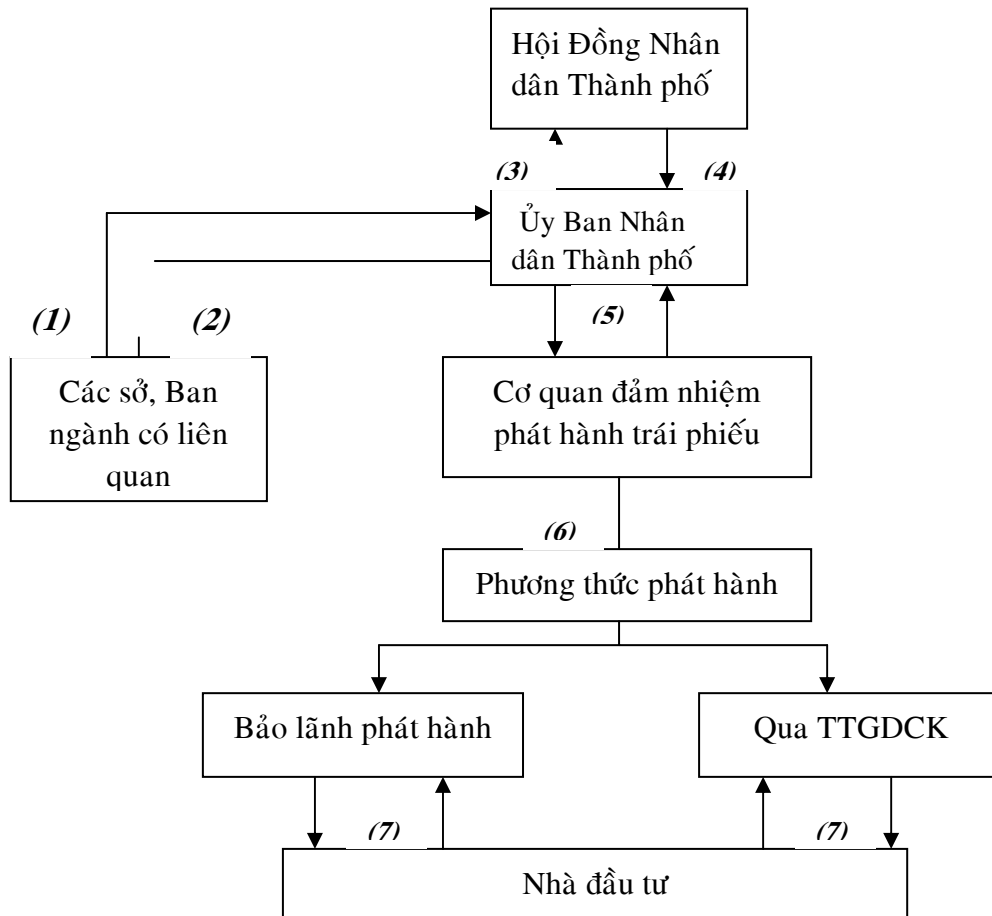
Khung pháp lý cho Thành phố Hồ Chí Minh phát hành trái phiếu đô thị

Trên cơ sở chủ trương chính sách của Đảng và Nhà nước, vận dụng linh hoạt vào thực tiễn điều hành của địa phương, theo định hướng thực hiện cơ chế phi tập trung hóa quản lý NSNN giữa Trung ương và địa phương. Thành phố vận dụng nhiều biện pháp để đẩy mạnh việc thực hiện huy động vốn cho đầu tư cơ sở hạ tầng, trong đó có phát hành trái phiếu đô thị, dựa trên khung pháp lý sau:

- (1) Những quy định chung về phân cấp ngân sách cho chính quyền địa phương thể hiện trong luật NSNN, nghị định Chính phủ xác định về quyền hạn và trách nhiệm của địa phương trong việc khai thác các nguồn vốn trong nước đáp ứng nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng địa phương.
- (2) Nghị định 93/NĐ-CP ngày 12/12/2001 về phân cấp một số lĩnh vực tài chính cho Thành phố Hồ Chí Minh, cho phép Thành phố được huy động bằng kế hoạch đầu tư hàng năm, xác lập quyền huy động các nguồn vốn đầu tư theo cơ chế tự vay, tự trả bằng nguồn thu của NSĐP. Sau này, Nghị định 124/NĐ-CP ngày 18/5/2004 thay thế Nghị định 93/NĐ-CP.
- (3) Căn cứ vào khung pháp lý chung, trong điều kiện, tình hình kinh tế xã hội và nhu cầu vốn của thành phố. Ủy ban Nhân dân thành phố ban hành

quyết định 96/QĐ-UB ngày 12/6/2003 về việc ban hành quy chế phát hành trái phiếu đô thị TP. Hồ Chí Minh.

Quy trình phát hành trái phiếu đô thị TP. Hồ Chí Minh được cụ thể hóa qua sơ đồ sau:



Hình 2.4: Quy trình phát hành trái phiếu đô thị TP. Hồ Chí Minh

Bước 1: Trên cơ sở các dự án thuộc danh mục đầu tư trong kế hoạch 5 năm đã được thẩm định và phê duyệt, hàng năm các Sở, Ngành liên quan đến việc đầu tư cơ sở hạ tầng của Thành phố trình Ủy ban Nhân dân Thành phố kế hoạch và nhu cầu vốn đầu tư hàng năm trong từng lĩnh vực.

Bước 2: Ủy ban Nhân dân Thành phố các Sở, Ban, Ngành liên quan tổng hợp và lên danh mục các dự án cần được tài trợ bằng việc huy động vốn qua phát

hành trái phiếu. Đồng thời, lập kế hoạch thu chi Ngân sách trong các năm tiếp theo, bao gồm cả phần cân đối thanh toán cho các đợt phát hành trái phiếu đô thị.

Bước 3: Ủy ban Nhân dân Thành phố trình Hội đồng Nhân dân kế hoạch phát hành các loại trái phiếu đô thị, dùng để tài trợ cho các dự án không thuộc diện Ngân sách Thành phố cấp vốn.

Bước 4: Trên cơ sở tờ trình của Ủy ban Nhân dân, Hội đồng Nhân dân sẽ thẩm định và thông qua chủ trương cho phép phát hành trái phiếu đối với các dự án cơ sở hạ tầng đủ điều kiện, khối lượng phát hành hàng năm.

Bước 5: Ủy Ban Nhân dân chỉ đạo các Sở, Ban, Ngành liên quan (Sở Kế hoạch và Đầu tư, Sở Tài chính) phối hợp với đại diện chủ thể phát hành (Quỹ đầu tư đô thị Thành phố) lập phương án phát hành. Dựa trên Quy chế phát hành trái phiếu đô thị và kế hoạch đầu tư để duyệt phương án phát hành và ủy quyền cho các chủ thể phát hành lập kế hoạch cụ thể cho từng đợt. Sau khi xây dựng xong kế hoạch, phương án phát hành trình Ủy ban Nhân dân phê duyệt.

Bước 6: Sau khi hoàn tất các thủ tục chuẩn bị như:

Thăm dò, tiếp xúc với khách hàng mua trái phiếu;

Lựa chọn các đơn vị làm đại lý phát hành hoặc bảo lãnh phát hành;

Quỹ đầu tư đô thị tiến hành bán trái phiếu theo các phương thức đã xác định.

Bước 7: Chủ thể phát hành chuyển giao trái phiếu cho nhà đầu tư và chuyển tiền vào tài khoản của Ngân sách Nhà nước tại Kho bạc Nhà nước Thành phố để giải ngân cho mục đích đầu tư.

Kết quả phát hành trái phiếu đô thị ở Thành phố Hồ Chí Minh thời gian qua

Trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh là loại trái phiếu nợ chung. Trái phiếu này được đảm bảo thanh toán trực tiếp bằng nguồn ngân sách Thành phố. Chủ thể phát hành là Ủy Ban Nhân dân Thành phố Hồ Chí Minh, tổ chức đại

diện phát hành là Quỹ đầu tư phát triển đô thị Thành phố được Ủy Ban Nhân dân ủy quyền thực hiện toàn bộ các nghiệp vụ và quy trình phát hành trái phiếu đô thị.

Trong 3 năm qua từ 2003-2005, tổng mệnh giá trái phiếu kế hoạch phát hành là 6.000 tỷ đồng, hàng năm là 2.000 tỷ đồng. Với các loại kỳ hạn 2 năm, 5 năm, 10 năm và 15 năm. Trong năm 2006 kế hoạch huy động là 2.000 tỷ đồng, thời hạn chủ yếu từ 10 và 15 năm. Theo số liệu từ báo điện tử – Thời báo Kinh tế Việt Nam, trong phiên đấu thầu ngày 29/08/2006 tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội đã có 210 tỷ đồng trái phiếu trúng thầu, trong đó: 110 tỷ đồng kỳ hạn 10 năm lãi suất 9,25%/năm và 100 tỷ đồng kỳ hạn 15 năm lãi suất 9,55%/năm (phụ lục 4).

Bảng 2.10: Tình hình phát hành trái phiếu đô thị Tp. Hồ Chí Minh từ 2003- hết 30/9/2006 Đơn vị tính: tỷ đồng

Loại	2 năm		5 năm		10 năm		15 năm		
	Số lượng	Lãi suất ^(*)	Số lượng	Lãi suất ^(*)	Số lượng	Lãi suất ^(*)	Số lượng	Lãi suất ^(*)	
2003	200	8,52	1.800	9,0	-		-		2.000
2004	-		1.600	8,5-8,75	400	9,0	-		2.000
2005	-		600	9,0-9,5	-		700	9,54	1.300
2006					110	9,25	100	9,55	210
Tổng	200		4.000		510		800		5.510

Nguồn: Quỹ Đầu Tư Đô Thị Thành Phố Hồ Chí Minh; (*) %/năm [24;27;29]

Như vậy, sau 3 năm (2003-2005) Thành phố vận dụng phương thức phát hành trái phiếu để huy động vốn cho Ngân sách, đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng đô thị. Bước đầu cho thấy những hiệu quả tích cực:

+ Khẳng định hiệu quả của chính quyền địa phương trong việc chủ động đa dạng hóa phương thức huy động, thu hút nhiều nguồn vốn đầu tư trong nước đẩy nhanh tốc độ đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng địa phương, gắn với tiến trình phi tập trung hóa trong quản lý tài chính Nhà nước, là mô hình tiêu biểu để các địa phương khác tham khảo ứng dụng.

+ Trái phiếu phát hành có kỳ hạn ngày càng dài, nguồn vốn huy động có tính ổn định cao, thích hợp cho các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng. Trong thời gian đầu, lượng trái phiếu phát hành chủ yếu là 5 năm, cá biệt đợt phát hành đầu tiên năm 2003 có loại trái phiếu kỳ hạn 2 năm với tổng mệnh giá phát hành 200 tỷ đồng và đối tượng khách hàng chính là cá nhân và các doanh nghiệp. Nhưng bắt đầu từ năm 2004 trở đi, các loại trái phiếu có kỳ hạn dài hơn được đưa vào thị trường nếu trong năm 2004 có 400 tỷ đồng trái phiếu có kỳ hạn 10 năm được phát hành, thì sang năm 2005 Thành phố đã mạnh dạng đưa loại trái phiếu có kỳ hạn dài 15 năm vào thị trường. Kết quả là đến ngày 15/11/2005 Thành phố đã phát hành được 700 tỷ đồng loại trái phiếu kỳ hạn 15 năm và 600 tỷ đồng loại kỳ hạn 5 năm. Theo chỉ tiêu kế hoạch năm 2005 sẽ huy động 2.000 tỷ đồng vào đợt phát hành cuối năm sẽ huy động tiếp 700 tỷ đồng, chủ yếu cũng là loại có kỳ 15 năm.

+ Các phương thức phát hành trái phiếu cũng đã được thử nghiệm trên thị trường, để chọn phương thức phù hợp nhất với loại trái phiếu chính quyền địa phương. Với tình hình trên thị trường phát hành thời gian qua cho thấy, phương thức bảo lãnh phát hành là phù hợp nhất, đảm bảo cho đợt phát hành thành công, trong điều kiện nhà đầu tư tư nhân tham gia mua trái phiếu còn hạn chế. Phương thức đấu thầu qua Trung tâm giao dịch chứng khoán cũng được đưa vào áp dụng để thăm dò thị trường, trong tương lai phương thức này có thể sẽ được vận dụng thường xuyên hơn. Cụ thể, trong tổng lượng trái phiếu phát hành từ năm 2003 đến ngày 15/11/2005 thì, trái phiếu được phát hành theo phương thức bảo lãnh phát

hành là 71%, đấu thầu qua Trung tâm giao dịch chứng khoán chiếm 7%, bán lẻ qua Công ty cổ phần Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với tổng giá trị là 1.050 tỷ đồng chiếm 22% trên tổng giá trị trái phiếu đã phát hành.

+ Lãi suất trái phiếu được xác định dựa trên lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn và cùng thời điểm phát hành. Việc xây dựng lãi suất phát hành trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh tuân thủ theo quy định này, nhưng đồng thời có sự tận dụng lợi thế so sánh về tiềm lực kinh tế thu hút các nhà đầu tư bám sát diễn biến của thị trường tài chính để xây dựng mức lãi suất phát hành hợp lý, tiết kiệm chi phí đầu tư. Tại thời điểm các đợt phát hành, mức chênh lệch lãi suất cùng kỳ hạn giữa trái phiếu đô thị Thành phố và trái phiếu chính phủ trong khoảng 0,06% tương ứng với mỗi một năm kỳ hạn, và thấp hơn lãi suất tín dụng thị trường. Điều này, cho thấy trái phiếu chính quyền địa phương cũng đã dần có sự quan tâm của nhà đầu tư, mức độ tín nhiệm từng bước được xác lập, tạo ra sự an toàn và hấp dẫn đối với nhà đầu tư.

2.3.3. Đánh giá tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương thời gian qua

Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam đang trong giai đoạn bước đầu của quá trình hình thành. Vì vậy, quy mô thị trường còn hạn chế, tốc độ tăng trưởng chậm, hoạt động chưa ổn định vững chắc. Tuy nhiên, nhận định về tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương thời gian qua, có thể rút ra những kết luận cơ bản sau:

2.3.3.1. Những thành quả đạt được

Qua một thời gian hoạt động, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương đã đạt được những thành quả bước đầu được ghi nhận như sau:

Tạo ra kênh huy động vốn hiệu quả cho Ngân sách Nhà nước, đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội của một số địa phương

Với nhu cầu vốn thực hiện công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa rất lớn, trong khi nguồn thu của Ngân sách Nhà nước còn hạn chế, thâm hụt Ngân sách Nhà nước ở mức cao và kéo dài, việc phát hành trái phiếu đầu tư trung dài hạn sẽ có một ý nghĩa rất quan trọng trong chiến lược đầu tư phát triển của quốc gia. Vận dụng phương thức phát hành trái phiếu, mặc dù bước đầu quy mô còn hạn chế, nhưng một số địa phương đã huy động được một lượng vốn tạm thời nhàn rỗi trong nền kinh tế, mở rộng thực hiện các dự án đầu tư của địa phương, góp phần làm giảm căng thẳng thiếu hụt Ngân sách.

Góp phần ổn định tình hình tài chính tiền tệ quốc gia

Trái phiếu chính quyền địa phương là một bộ phận của trái phiếu do chính quyền Nhà nước phát hành, thu hút một khối lượng vốn tiền mặt trong lưu thông từ các tầng lớp dân cư, tổ chức kinh tế và định chế tài chính trung gian. Vốn này sẽ được đưa vào sử dụng cho nhu cầu đầu tư phát triển, tạo ra của cải hàng hóa cho xã hội. Nhờ vậy, mà cân đối tiền hàng được điều chỉnh tích cực, tăng tốc độ vòng quay vốn, giảm áp lực cầu tiền mặt của nền kinh tế, ổn định môi trường tiền tệ, góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng các nguồn lực tài chính trong nước. Mặc dù quy mô thị trường trái phiếu chính quyền địa phương còn hạn chế, nhưng đã góp phần thu hút một lượng vốn hàng ngàn tỷ đồng tiền mặt ngoài lưu thông và trái phiếu chính quyền địa phương trở thành một công cụ tài chính được giao dịch trên các thị trường tiền tệ và thị trường vốn.

Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương làm tăng nguồn vốn đầu tư trung dài hạn, cơ cấu nợ địa phương chuyển dần từ kỳ hạn ngắn sang kỳ hạn dài hơn phù hợp với diễn tiến nền kinh tế thị trường và đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển

Từ thực tế trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh, mặc dù loại có kỳ hạn 5 năm là phổ biến chiếm tỷ trọng lớn, nhưng trong năm 2005 trái phiếu có kỳ hạn

15 năm được phát hành thường xuyên hơn và được nhà đầu tư đón nhận. Điều này, có tác động tích cực gia tăng tỷ lệ vốn tiết kiệm đầu tư so với tổng sản phẩm quốc dân, góp phần tạo ra sự ổn định và thúc đẩy kinh tế phát triển. Nguồn vốn phát hành trái phiếu chính quyền địa phương có kỳ hạn dài phù hợp với các dự án phát triển cơ sở hạ tầng, đặc biệt là các công trình thuộc hạ tầng giao thông, sẽ tạo ra sự ổn định trong cơ cấu và cân đối Ngân sách địa phương.

Cung ứng cho thị trường chứng khoán một lượng hàng hóa có chất lượng

Trái phiếu chính quyền địa phương được đánh giá là loại trái phiếu có chất lượng cao, mức độ an toàn chỉ sau trái phiếu chính phủ. Qua các đợt phát hành trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh, trái phiếu Thủ đô, trái phiếu đã được các định chế tài chính ngân hàng, Công ty Chứng khoán, Công ty Bảo hiểm đầu tư với khối lượng lớn, chiếm tỷ trọng 70%-80% tổng mệnh giá trái phiếu phát hành. Mặc khác, từ chỗ trái phiếu công trình của địa phương được Trung ương bảo lãnh phát hành, bán lẻ qua hệ thống Kho bạc Nhà nước, đến nay, trái phiếu chính quyền địa phương đã được phát hành theo một cơ chế mới chủ động và linh hoạt hơn, dựa trên cơ sở nhu cầu đầu tư và hạng mức tín nhiệm của nhà đầu tư đối với địa phương. Với việc vận dụng nhiều phương thức phát hành hiện đại phù hợp với thông lệ quốc tế, số lượng lớn và kỳ hạn đa dạng. Việc chuẩn hóa về mặt kỹ thuật phát hành, đáp ứng được tiêu chuẩn niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán tập trung. Dù khối lượng phát hành còn ít, nhưng trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh và trái phiếu Thủ đô, đều được niêm yết và giao dịch trên Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Như vậy, thông qua việc mở rộng phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, đã cung cấp một lượng hàng hóa đáng kể cho thị

trường chứng khoán Việt Nam, góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ hơn trong thời gian tới.

2.3.3.2. Những tồn tại của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam còn quá mới mẻ, thật sự chỉ được chính quyền một số địa phương quan tâm đến trong những năm gần đây, bước đầu đạt được những thành quả khích lệ. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương hiện nay vẫn còn những tồn tại hạn chế, mà trong thời gian tới, với mong muốn làm cho thị trường trái phiếu trở thành kênh huy động vốn cho Ngân sách và đầu tư của địa phương cần thiết phải khắc phục.

Quy mô thị trường còn quá nhỏ, vốn huy động còn hạn chế chưa đáp được nhu cầu vốn đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng địa phương

Tính đến cuối năm 2005, chỉ mới có 2 địa phương thực sự chủ động thực hiện phát hành trái phiếu để huy động vốn đầu tư cho Ngân sách là Hà Nội và Tp. HCM, với tổng vốn huy động khoảng 7.000 tỷ đồng Việt Nam và theo kế hoạch trong năm 2006 hai địa phương này tiếp tục huy động khoảng 3.000 tỷ đồng. Với mục tiêu phát triển kinh tế xã hội đã đề ra trong các giai đoạn tiếp theo, đòi hỏi một lượng vốn đầu tư rất lớn từ Ngân sách Trung ương cũng như Ngân sách địa phương. Ngoài các kênh huy động vốn khác như ngân hàng, nguồn ODA, trái phiếu chính phủ... phát hành trái phiếu chính quyền địa phương là kênh vốn giữ vai trò quan trọng đối với địa phương. Tuy nhiên, các địa phương vận dụng phương thức phát hành trái phiếu còn quá ít, trong khi tiềm lực nguồn vốn tiết kiệm trong nước còn rất lớn, chưa được khai thác hết. Nếu so sánh giữa nhu cầu vốn đầu tư của các địa phương, đặt trong tiềm lực nguồn vốn trong nước, thì quy mô trái phiếu chính quyền địa phương 7.000 tỷ đồng huy động trong 3 năm còn thật hạn chế. Có rất nhiều địa phương hội đủ điều kiện phát hành trái phiếu, như lại chưa thực hiện như Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần

Thơ... Nhìn chung, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam còn mang tính tự phát, rời rạc. Việc phát hành trái phiếu không liên tục, ổn định và có kế hoạch dài hạn. Do vậy, tổng khối lượng giá trị trái phiếu phát hành còn rất thấp, chủ yếu là trái phiếu công trình địa phương được ngân sách địa phương đảm bảo thanh toán, chưa có nhiều loại trái phiếu nợ chung huy động vốn cho ngân sách địa phương và loại trái phiếu thu nhập gắn với các công trình công cộng như: cấp thoát nước, thu gom xử lý chất thải, trường học, bệnh viện...

Cũng như trái phiếu chính phủ, công tác lập kế hoạch phát hành trái phiếu chính quyền địa phương vẫn chưa tốt, do đó hiệu quả phát hành không cao

Kinh nghiệm ở các nước phát triển, để nâng cao hiệu quả nguồn huy động qua trái phiếu và ổn định tình hình tài chính NSDP, công tác lập kế hoạch là một yếu tố có ý nghĩa rất quan trọng. Thời gian qua, công tác kế hoạch hóa kế hoạch huy động vốn còn chưa được quan tâm đúng mức. Chỉ mới xây dựng kế hoạch hàng năm, các địa phương chưa có chiến lược tổng thể về huy động vốn thông qua phát hành trong khoảng thời gian dài 5-10 năm, trong khi đã phát hành loại trái phiếu có kỳ hạn 15 năm. Việc xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu mang tính thụ động, chủ yếu dựa vào nhu cầu chi tiêu và dự toán Ngân sách đã được thông qua. Do vậy, nó còn thiếu tính kinh tế và khoa học, cũng như chưa tính đến chiến lược tổng thể về phát triển kinh tế xã hội và mục tiêu của chính sách tài chính quốc gia và địa phương. Quy trình lập dự toán Ngân sách hiện nay vẫn còn theo mô hình cũ, dựa trên cơ sở nguồn tài chính huy động đầu vào từ đó xác định đầu ra. Đổi mới quy trình, trên cơ sở thiết lập khuôn khổ chi tiêu trung hạn, Nhà nước chủ động hơn trong việc xây dựng kế hoạch đầu tư và huy động vốn.

Mặt khác, các căn cứ để tính toán chưa rõ ràng, chưa xác định rõ các nguồn vốn trong xã hội và những đặc trưng của từng nguồn vốn, chưa gắn hình thức huy

động vốn bằng trái phiếu chính phủ với các hình thức huy động vốn khác như huy động vốn của NHTM, doanh nghiệp. Số liệu để xây dựng kế hoạch như thu nhập, chi tiêu, tiết kiệm của người dân, cũng như số liệu của khu vực tài chính, ngân hàng không đầy đủ và chính xác. Vì vậy, rất khó khăn trong việc xác định thời điểm, thời hạn, lãi suất, lịch trình phát hành của kế hoạch phát hành trái phiếu. Do vậy, thời gian qua việc phát hành trái phiếu còn bị động, thời điểm phát hành còn chưa phù hợp với tình hình cung cầu vốn trên thị trường nên lãi suất cao. Hơn nữa, vai trò của phát hành trái phiếu chỉ đơn thuần là bù đắp bội chi Ngân sách Nhà nước, mà chưa phát huy được vai trò cung ứng hàng hóa cho thị trường vốn và điều hành kinh tế vĩ mô của Nhà nước.

Cơ chế phát hành còn nhiều bất cập

+ Về lãi suất đấu thầu: thời gian qua lãi suất đấu thầu trái phiếu chính phủ do Bộ Tài chính đưa ra còn phần nào mang tính chủ quan, chưa căn cứ vào tình hình biến động của nền kinh tế. Lãi suất tín phiếu đôi lúc còn cao hơn lãi suất trái phiếu, có những thời điểm lãi suất thực sau lạm phát âm. Điều này, đã làm mất đi tính hấp dẫn của trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu dài hạn. Cụ thể qua các phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán, tỷ trọng trái phiếu có kỳ hạn từ 10-15 năm rất ít và lượng trúng thầu thấp. Lãi suất trái phiếu chưa thật sự là lãi suất chuẩn trên thị trường. Lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương được xác định trên cơ sở lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn và thời phát hành cộng với biên độ quy định của Bộ Tài chính, cũng bị tác động. (phụ lục 11)

+ Hình thức trái phiếu chưa thật sự phong phú, chủ yếu là dạng chứng chỉ có ghi hoặc không ghi tên, lãi suất cố định. Phương thức trả lãi phổ biến là hàng năm, định kỳ 6 tháng đối với trái phiếu đô thị Tp. HCM. Chưa xuất hiện nhiều trái phiếu hiện đại, hấp dẫn người mua như trái phiếu ghi sổ, trái phiếu chiết

khẩu, trái phiếu phát hành cao hoặc thấp hơn mệnh giá, trái phiếu có khả năng mua lại ... chính điều này, đã tạo ra sự đơn điệu trong lưu thông trái phiếu.

+ Các phương thức phát hành tiên tiến từng bước được triển khai, song về nội dung còn nhiều vấn đề phải điều chỉnh hợp lý hơn. Số thành viên tham gia thị trường còn quá ít và không thường xuyên. Việc bảo lãnh phát hành chưa phát huy hết ưu thế của nó, thậm chí còn nhiều biến tướng gần như một dạng đấu thầu công khai, khối lượng trái phiếu bảo lãnh phát hành không được phân phối ra công chúng.

Quy mô phát hành trái phiếu công trình địa phương còn hạn chế

Hiện nay, phần lớn các công trình được phép phát hành trái phiếu để đầu tư đều thuộc diện được Ngân sách Nhà nước cấp vốn đầu tư nhưng chưa bố trí được vốn Ngân sách trong năm kế hoạch. Nhiều Bộ, Ngành, địa phương còn quá lệ thuộc vào nguồn bao cấp của Ngân sách Nhà nước, chưa chủ động đa dạng hóa các nguồn vốn và hình thức đầu tư, cũng như chưa nhận thức được đầy đủ hiệu quả của việc huy động vốn qua phát hành trái phiếu. Trong khi đó có rất nhiều công trình không thuộc diện Ngân sách đầu tư nhưng lại có hiệu quả kinh tế xã hội rất cao, có khả năng hoàn vốn nhưng lại chưa có cơ chế đầu tư qua phương thức phát hành trái phiếu. Đồng thời, từ thực tế thời gian qua cho thấy, chưa có sự phối hợp chặt chẽ và thường xuyên trong quá trình lập kế hoạch và điều hành công tác huy động vốn giữa Bộ Tài chính với các Bộ, Ngành và địa phương.

2.3.3.3. Nguyên nhân của những hạn chế tồn tại

Những yếu kém, tồn tại trên thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam xuất phát từ những nguyên nhân chủ yếu sau:

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

+ Nền kinh tế nước ta bước đầu đã đạt được những thành quả nhất định, tốc độ tăng trưởng kinh tế cao. Tuy nhiên, vẫn còn thuộc nhóm những quốc gia

nghèo có nền kinh tế kém phát triển. Thu nhập bình quân đầu người thấp, tỷ lệ tiết kiệm cho đầu tư còn rất thấp, điều này có tác động rất lớn đến môi trường đầu tư. (phụ lục 12, 13, 14, 15)

+ Mặc dù những năm gần đây tỷ lệ tích lũy trên GDP của Việt Nam có tăng nhưng quy mô vẫn còn nhỏ. Tỷ lệ tích lũy trên GDP của Việt Nam còn thấp hơn so với các nước như Malaysia, Thái Lan, Singapore trong những năm trước khủng hoảng, và còn thấp xa so với tỷ lệ trên 38% của Trung Quốc. Xét về quy mô tuyệt đối tính ra USD cũng còn rất thấp chỉ tương đương 13 tỷ USD. Như vậy, so với nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển của nền kinh tế xã hội thì tỷ lệ này còn quá thấp, mới chỉ bằng 90% nhu cầu vốn đầu tư (năm 2000 bằng 90%; năm 2001 bằng 91,7%; năm 2002 bằng 93,6% và năm 2003 bằng 91,6%) tích lũy trong nước chỉ chiếm khoảng 90% tổng tích lũy, bằng khoảng 29% GDP. Bên cạnh đó, môi trường tài chính tiền tệ nước ta vẫn còn chưa ổn định vững chắc, lạm phát mặc dù đã giảm nhưng công tác điều hành kiểm soát vẫn chưa kịp thời linh hoạt và đạt hiệu quả cao. (phụ lục 16)

+ Trong giai đoạn 2000-2003 chỉ số lạm phát hạ thấp vượt quá tầm kiểm soát và đưa đến tình trạng giảm phát. Điều này, gây không ít khó khăn cho các hoạt động kinh tế, đặc biệt là các hoạt động kinh tế đối ngoại, trong bối cảnh các nước trong khu vực thực hiện chính sách khôi phục kinh tế sau khủng hoảng. Năm 2004 tình hình lại chuyển hướng, chỉ số giá lại tăng cao đạt mức 9,5%, vào thời điểm cuối năm giá vàng ở mức 880.000đồng/chỉ, cuối năm 2005 giá vàng đã vượt ngưỡng 1.000.000 đồng/chỉ, sang năm 2006 có lúc mức giá tăng lên đến 1.500.000 đồng/chỉ, người dân có tâm lý chuyển những khoảng thu nhập hoặc đầu tư tài chính sang các loại tài sản thực, vàng ... ổn định giá trị.

Từ thực trạng trên cho thấy nền kinh tế nước ta tuy có tăng trưởng nhưng vẫn chưa ổn định vững chắc, nội trạng nền kinh tế vẫn còn tiềm ẩn những bất hợp lý

chưa được điều chỉnh kịp thời, các nguồn lực kinh tế chưa được khai thác hợp lý. Điều này, đã dẫn đến những mất cân đối lớn, ảnh hưởng đến sức mua của tiền tệ, giảm mức tiết kiệm đầu tư vào lĩnh vực tài chính của các nhà tiết kiệm dân cư. Đồng thời, tình trạng trên đã tác động vào hoạt động kinh doanh của các định chế tài chính trung gian, làm giảm khả năng huy động vốn cũng như mở rộng đầu tư vào thị trường tài chính.

Hệ thống chính sách pháp luật thuộc lĩnh vực huy động vốn mới được xây dựng, trong giai đoạn thử nghiệm chưa hoàn chỉnh và động bộ, tính hiệu lực và hiệu quả còn thấp, chưa gắn được với thực tế, làm cho việc hướng dẫn thực hiện gặp nhiều khó khăn

+ Nền tảng pháp lý để thực hiện huy động vốn đầu tư qua phát hành trái phiếu chính quyền địa phương được thiết lập trên cơ sở các văn bản pháp lý sau: Luật Ngân sách Nhà nước và các văn bản dưới luật thiết lập nên cơ chế phân cấp về mặt tài chính giữa NSTW và NSDP. Khi luật NSNN ra đời năm 1996, được sửa đổi bổ sung năm 1998 và năm 2002, những quy định về nguồn thu nhiệm vụ chi cũng như chi đầu tư xây dựng cơ bản giữa NSTW và NSDP được xác định rõ ràng, trong đó NSTW giữ vai trò chủ đạo, tập trung những nguồn thu lớn và thực hiện đầu tư cho các dự án chương trình mang tầm quốc gia, NSDP chủ động khai thác nguồn thu phát sinh trên địa bàn và tăng cường đầu tư phát triển kinh tế xã hội địa phương. Cơ chế phân cấp này thực hiện theo hướng tăng tính chủ động cho NSDP giảm dần trợ cấp từ NSTW. Tuy nhiên, trong quá trình thực hiện Nhà nước chưa linh hoạt và kịp thời ban hành các văn bản hướng dẫn cũng như những quy chế tài chính đặc thù cho một số địa phương có vị trí vai trò đầu tàu kinh tế của khu vực. Với điều kiện về tiềm lực kinh tế, năng lực quản lý điều hành ngân sách, sự phát triển kinh tế của các địa phương này sẽ tạo ra động lực thúc đẩy kinh tế các địa phương khác trong khu vực phát triển. Hiện nay, chỉ có hai địa

phương được hưởng quy chế tài chính đặc biệt là Thủ đô Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. Trong khi đó, một số địa phương khác như Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ, Bà Rịa-Vũng Tàu,... kinh tế đang trở dậy từng bước hội đủ những điều kiện đảm bảo cho các khoản tín dụng, đang cần một quy chế tài chính thông thoáng hơn.

Như vậy, về mặt phát lý cơ chế phân cấp về thu chi giữa NSTW và NSDP đã được xác định theo hướng phi tập trung hóa tăng cường tính chủ động cho NSDP như vẫn đảm bảo nguyên tắc ổn định thống nhất trên cả nước. Tuy nhiên, trong quá trình điều hành vì chưa có mô hình thí điểm, thực nghiệm cho nên những quy định cụ thể về quyền tự chủ huy động nguồn vốn cho đầu tư phát triển của NSDP chưa được cụ thể hóa và được địa phương vận dụng.

+ Các văn bản pháp lý có liên quan về phát hành trái phiếu chính phủ, chứng khoán và thị trường chứng khoán:

Từ nghị định 72/CP ngày 26/7/1994, nghị định 01/2000/NĐ-CP ngày 13/1/2000 và các văn bản pháp lý về phát hành trái phiếu chính phủ được ban hành và không ngừng hoàn thiện, khung pháp lý cho việc phát hành và hoạt động của thị trường trái phiếu đã được thiết lập. Tuy nhiên, nội dung của Nghị định này chỉ đề cập đến 3 loại cơ bản là tín phiếu kho bạc, trái phiếu kho bạc và trái phiếu công trình, trái phiếu do chính quyền địa phương phát hành vẫn chưa được xác định và định nghĩa rõ ràng, trái phiếu huy động vốn cho các dự án đầu tư của địa phương được xem là một dạng của trái phiếu công trình được Trung ương phát hành sau đó chuyển vốn về cho địa phương. Do đó, trái phiếu chính quyền địa phương chưa có được quy chế phát hành riêng, việc phát hành trái phiếu được thực hiện dựa trên quy chế phát hành trái phiếu chính phủ. Cơ chế này làm hạn chế sự chủ động của các địa phương trong việc phát hành được trái phiếu nợ chung. Trái phiếu doanh thu thì còn quá ít, do thủ tục phát hành phức tạp, qua

nhiều khâu thẩm định xét duyệt. Tiếp theo đó là nghị định 141/NĐ-CP được chính phủ ban hành ngày 20/11/2003, gắn với quá trình điều chỉnh và thực thi luật NSNN năm 2002, nội dung nghị định này đề cập đến loại trái phiếu do chính quyền địa phương phát để huy động vốn cho các dự án đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng. Như vậy, đến cuối năm 2003 việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương đã có cơ sở pháp lý. Tuy nhiên, phát hành trái phiếu là một phương thức huy động vốn cho NSDP, do đó loại trái phiếu này có những tính chất, mức độ rủi ro khác với các loại trái phiếu chính phủ, nếu chỉ dừng lại ở nghị định 141/NĐ-CP thì những nội dung quy định việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương chưa được cụ thể hóa như:

Nghị định chỉ phản ánh loại trái phiếu nợ chung được đảm bảo chi trả bằng nguồn thu ngân sách, chưa đề cập đến loại trái phiếu doanh thu. Loại trái phiếu này do các doanh nghiệp phát hành, nguồn tài chính đảm bảo trả nợ khi đáo hạn là thu nhập từ công trình đầu tư, được chính quyền địa phương bảo lãnh phát hành.

Điều kiện phát hành: ngoài những quy định về điều kiện mang tính pháp lý cần có những quy định về điều kiện kinh tế tài chính của địa phương, nhằm hạn chế rủi ro bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư.

Những quy định về thủ tục phát hành, bảo lãnh phát hành chưa được quy định rõ cho loại trái phiếu chính quyền địa phương. Nội dung này được thể hiện trong những quy định chung cùng với các loại trái phiếu chính phủ là chưa hợp lý.

Phân cấp nguồn thu cho NSDP còn thấp, tạo nên tình trạng lệ thuộc giữa NSDP vào NSTW quá lớn, ý lại của chính quyền địa phương vào nguồn trợ cấp từ NSTW vẫn còn, chưa được thay đổi

Nếu tính nguồn trợ cấp từ NSTW bao gồm: nguồn thu bổ sung từ NSTW và phần phân chia giữa NSTW và NSDP so với tổng các nguồn thu cố định của NSDP để xác định tỷ lệ phụ thuộc của NSDP vào NSTW thì mức độ trung bình này hiện nay là 70%. Trong 64 tỉnh thành năm 2003 thì có 9 địa phương có mức phụ thuộc trên 90% cao nhất là Hà Giang là 96%; 30 địa phương có mức phụ thuộc từ 70%-90%; 18 địa phương có mức phụ thuộc từ 50%-70% và chỉ có 9 địa phương có mức phụ thuộc dưới 50%, địa phương có mức phụ thuộc thấp nhất là Bình Dương 26%. (phụ lục 17)

Từ thực trạng trên cho thấy nguồn thu của NSDP hiện nay vẫn còn rất thấp, rất nhiều địa phương chưa chủ động đa dạng hóa các phương thức huy động, khai thác các nguồn vốn, mà chủ yếu cân đối NSDP dựa vào nguồn tài trợ của NSTW. Điều này, xuất phát nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan:

- + Theo luật NSNN các nguồn thu bao gồm: thuế, phí, lệ phí... phân cấp cho NSDP còn rất thấp, chủ yếu là có quy mô nhỏ phát sinh trên địa bàn, còn lại là nguồn thu phân chia giữa NSTW và NSDP.

- + Do điều kiện về vị trí địa lý, nguồn tài nguyên thiên nhiên, nguồn nhân lực, năng lực quản lý, khả năng hấp thụ vốn đầu tư địa phương... làm giảm nguồn thu của ngân sách.

- + Bên cạnh đó, cũng có rất nhiều địa phương mặc dù có mức độ tự chủ ngân sách cao, kinh tế năng động nhưng trong cơ cấu nguồn vốn khai thác chủ yếu là nguồn không hoàn trả, tỷ lệ nguồn thu có hoàn trả chiếm tỷ trọng rất thấp. Điều này, cho thấy các địa phương còn chưa nhận thức đầy đủ vai trò và hiệu quả của các nguồn vốn khai thác trên thị trường, đặc biệt là thị trường tài chính bằng phương thức phát hành trái phiếu.

+ Mặc khác, theo nguyên tắc kinh tế thị trường, để địa phương có thể chủ động trong việc đa dạng các phương thức huy động vốn qua các hoạt động tín dụng, phải dựa trên cơ sở nền tài chính vững mạnh, hiệu quả trong điều hành ngân sách, khống chế mức độ bội chi hợp lý... nhằm đảm bảo chủ động thanh toán các khoản nợ tín dụng của địa phương, từ đó mới thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư.

Thị trường vốn, thị trường chứng khoán mới ra đời chỉ trong một thời gian ngắn còn trong giai đoạn hoàn thiện, số thành viên tham gia thị trường đang trong bước thăm dò tìm hiểu

+ Mạng lưới các tổ chức tài chính trung gian hiện còn quá mỏng, kinh nghiệm quản lý kinh doanh chưa cao, tiềm lực tài chính còn quá khiêm tốn, do vậy, hạn chế khả năng đầu tư vào thị trường vốn.

+ Đầu tư tài chính là lĩnh vực kinh doanh thật sự còn mới mẻ đối với các nhà đầu tư ở Việt Nam, đặc biệt là các nhà đầu tư tư nhân. Cho nên, họ còn e ngại, thận trọng và cân nhắc kỹ, chưa có bản lĩnh và phong cách của một nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Cơ chế xác định lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương chưa được xác định rõ ràng, phù hợp với thực tế thị trường

Trong thời gian qua, trái phiếu của các địa phương chưa có quy chế phát hành cụ thể riêng mà hoàn toàn dựa vào quy chế phát hành trái phiếu chính phủ, do đó, việc xác định lãi suất trái phiếu khi phát hành đều dựa trên cơ sở xác định lãi suất trái phiếu chính phủ. Đối với trái phiếu chính phủ vào mỗi thời điểm phát hành lãi suất được xác định dựa trên lãi suất chỉ đạo của Bộ tài chính. Thông thường mức lãi suất này lại được quy định một cách áp đặt và ít dựa trên cơ sở thực tế thị trường, vì vậy trong suốt một thời gian dài việc phát hành trái phiếu

chính phủ không mang lại kết quả cao, đặc biệt là các loại trái phiếu chính phủ có thời gian dài từ 5 năm trở lên.

Trong khi đó, trái phiếu chính quyền địa phương xét về mức độ rủi ro lại cao hơn trái phiếu chính phủ, quy mô và tính đa dạng của trái phiếu chính quyền địa phương cũng kém hơn so với trái phiếu chính phủ, hơn nữa, trái phiếu của mỗi địa phương cũng có mức độ rủi ro khác nhau. Vì vậy, trong nội dung quy định xác định mức lãi suất phát hành trái phiếu chính quyền địa phương của nghị định 141/NĐ-CP, Bộ trưởng Bộ tài chính quyết định giới hạn biên độ lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương so với lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn. Cụ thể, Chủ tịch UBND tỉnh quyết định lãi suất cho từng loại bằng lãi trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn cộng với biên độ theo quy định. Từ những quy định trên cho thấy có 2 vấn đề bất hợp lý cần giải quyết:

+ Một là, việc xác định lãi suất của hai loại trái phiếu khác nhau trên cùng một cơ sở mang nặng tính chủ quan là không phù hợp với điều kiện kinh tế thị trường.

+ Hai là, việc quy định biên độ giao dịch giữa trái phiếu chính phủ với trái phiếu chính quyền địa phương là cứng nhắc, dễ tạo ra sự đánh đồng đối với trái phiếu của các địa phương khác nhau sau này, khi thị trường phát triển.

Những hạn chế trong cơ chế xác định lãi suất trái phiếu đã phần nào gây ảnh hưởng làm giảm tính hấp dẫn của trái phiếu đối với nhà đầu tư.

Tính thanh khoản của các loại trái phiếu chưa cao

Trong bối cảnh chung của thị trường trái phiếu Việt Nam, mà cụ thể là trái phiếu chính phủ cũng như trái phiếu chính quyền địa phương vì thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa phát triển; cho thấy, đối tượng mua trái phiếu chủ yếu là các tổ chức tài chính như: trong đợt phát hành trái phiếu đô thị Thành phố Hồ

Chí Minh năm 2003 với tổng giá trị là 2.000 tỷ đồng. Loại trái phiếu kỳ hạn 2 năm là 200 tỷ được bán lẻ ra công chúng, còn loại năm 5 được đấu thầu qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán là 1.750 tỷ đồng, khách hàng là NHTM chiếm 83,1%; tổ chức tài chính (công ty bảo hiểm, chứng khoán, tài chính) là 8,6%; doanh nghiệp và cá nhân là 8,3%. Điều này cho thấy, lượng trái phiếu mà công chúng nắm giữ là rất ít. Các tổ chức tài chính trung gian sử dụng nguồn vốn khả dụng chưa cho vay hết để đầu tư vào trái phiếu, trong bối cảnh thị trường tín dụng diễn biến không có lợi, làm cho các nhà đầu tư này có xu hướng lưu giữ trái phiếu đợi cho đến khi đáo hạn, lượng trái phiếu đã phát hành được mua bán trên thị trường thứ cấp rất ít.

Mặt khác, đối với trái phiếu phát hành theo phương thức bán lẻ, ban đầu được các nhà đầu tư tư nhân và doanh nghiệp mua, nhưng sau đó do khó bán lại trên thị trường thứ cấp để thu hồi vốn khi cần thiết, làm cho phương thức này không đạt hiệu quả cao. Về sau quy mô và số lượng phát hành qua phương thức này càng giảm, góp phần làm giảm khối lượng trái phiếu do doanh nghiệp và công chúng nắm giữ, đây là lực lượng chính tham gia trên thị trường thứ cấp.

Hơn nữa phát hành trái phiếu là nhằm tăng thêm kênh huy động vốn trực tiếp từ nền kinh tế cho đầu tư phát triển, nhưng trong thời gian qua mục đích chưa thực hiện được. Thực tế qua các đợt phát hành thời gian và quy mô vốn huy động có thể đạt yêu cầu, nhưng về hình thức đã tạo nên cơ chế luân chuyển vốn lòng vòng trong nền kinh tế làm giảm hiệu quả của phương thức huy động vốn này.

Thực trạng cho thấy qua các năm từ 2000-2004, trái phiếu chính phủ được niêm yết là chủ yếu 99,3% tổng giá trị niêm yết. Trong các loại trái phiếu, chỉ có trái phiếu kho bạc kỳ hạn 5 năm; trong các loại trái phiếu đầu tư chỉ có trái phiếu

quỹ hỗ trợ phát triển, chưa có trái phiếu công trình. Trái phiếu chính quyền địa phương đã được niêm yết trên các Trung tâm Giao dịch Chứng khoán nhưng quy mô giao dịch còn quá hạn chế. (phụ lục 18,19). Tình hình tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, trái phiếu phần lớn được giao dịch theo phương thức thỏa thuận, làm cho các nhà đầu tư tư nhân rất ít tham gia mà chủ yếu là nhà đầu tư có tổ chức, trung bình trên 96% giá trị giao dịch qua các năm. NHTM, công ty tài chính là các thành viên tham gia tích cực, còn công ty bảo hiểm thì chưa mặn mà với tỷ trọng tham gia khoản 20% trong năm 2004.

Như vậy, trái phiếu nói chung và trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng chưa thật sự đảm bảo được tính thanh khoản vốn có của nó. Khi thị trường thứ cấp hoạt động kém hiệu quả, dân chúng và các tổ chức kinh tế còn xa lạ với loại hình đầu tư chứng khoán, thì việc phát hành trái phiếu của chính quyền địa phương sẽ gặp khó khăn và nguồn vốn huy động cũng sẽ bị hạn chế.

Kết luận chương 2

Sau 30 năm đổi mới theo cơ chế kinh tế thị trường, trên lĩnh vực kinh tế xã hội đã có một bước tiến vượt bậc và đạt được những thành quả to lớn. Sự phát triển trên tạo điều kiện cơ sở vật chất kỹ thuật cho quá trình ra đời và phát triển thị trường tài chính. Thực trạng hoạt động thị trường tài chính Việt Nam thời gian qua đã từng bước khẳng định vai trò là kênh điều tiết với linh hoạt, hiệu quả và đóng góp rất lớn cho công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước. Môi trường tài chính được ổn định, văn hóa chứng khoán từng bước hình thành. Quá trình phi tập trung hóa trong quản lý tài chính được Nhà nước đẩy mạnh, địa phương được giao nhiều quyền hơn trong lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội, cũng như chủ động khai thác các nguồn vốn đầu tư trong nước để cân

đối NSDP. Điều này, tạo cơ sở cho sự ra đời và phát triển thị trường vay nợ địa phương, mà phương thức chủ yếu là phát hành trái phiếu.

Dựa trên những yêu cầu khách quan của nền kinh tế xã hội, bước đầu thị trường trái phiếu chính quyền địa phương tạo ra kênh huy động vốn cho NSDP, đáp ứng nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng, thúc đẩy kinh tế xã hội địa phương phát triển. Đồng thời, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương còn cung cấp một khối lượng hàng hóa có chất lượng, góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển. Tuy nhiên, bên cạnh những thành quả đạt được, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương vẫn còn những hạn chế nhất định như: quy mô còn rất hạn chế, chủng loại trái phiếu chưa đa dạng, cơ chế phát hành trái phiếu còn nhiều bất cập.

Từ những phân tích về thực trạng, thành quả và hạn chế trong quá trình phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, luận án rút ra nguyên nhân của những tồn tại yếu kém làm nền tảng cho việc đề xuất các giải pháp ở chương 3 nhằm thúc đẩy thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam phát triển.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG GIAI ĐOẠN 2006 – 2020

3.1. NHU CẦU VỐN ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG ĐỊA PHƯƠNG TRONG CÔNG CUỘC CÔNG NGHIỆP HÓA HIỆN ĐẠI HÓA Ở VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2006-2020

3.1.1. Định hướng và mục tiêu phát triển kinh tế xã hội của Việt Nam trong giai đoạn 2006-2020

Theo báo cáo của Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa IX tại Đại hội Đại biểu toàn quốc lần X của Đảng, đánh giá việc thực hiện chiến lược phát triển kinh tế xã hội sau năm năm đầu thế kỷ XXI và quyết định chiến lược phát triển kinh tế xã hội trong những năm tiếp theo – Chiến lược công nghiệp hóa, hiện đại hóa theo định hướng xã hội chủ nghĩa, để đến năm 2020 nước ta cơ bản trở thành nước công nghiệp.

Phải tạo ra bước chuyển biến mạnh mẽ đưa đất nước ra khỏi tình trạng kém phát triển;

Nâng cao rõ rệt đời sống vật chất, văn hóa, tinh thần của nhân dân tạo đà cho sự phát triển những năm tiếp theo, đưa Việt Nam cơ bản thành một nước công nghiệp hiện đại;

Nguồn lực con người, năng lực khoa học công nghệ, kết cấu hạ tầng, tiềm lực kinh tế, quốc phòng an ninh được tăng cường;

Vị thế Việt Nam trên trường quốc tế được nâng cao.

Thực hiện chiến lược phát triển kinh tế xã hội mà Đảng và Nhà nước đã đề ra, phải hướng tới đạt được các mục tiêu phát triển sau:

Đảm bảo tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân trong 20 năm tới là từ 7,7-8%, GDP theo giá so sánh năm 2010 gấp 2 lần năm 2000 và tăng lên lớn hơn trong giai đoạn sau. GDP bình quân đầu người theo giá hiện hành đạt khoảng 870-950 USD. Nâng cao hiệu quả và năng lực cạnh tranh của sản phẩm, doanh nghiệp và của nền kinh tế. Thúc đẩy sản xuất hàng hóa phát triển, tăng số lượng chủng loại và chất lượng đáp ứng nhu cầu tiêu dùng trong nước và xuất khẩu. Hình thành cơ cấu kinh tế hiện đại, trong đó tỷ trọng công nghiệp trong GDP không ngừng gia tăng từ 33% giai đoạn (1996-2000) lên 42-43%, dịch vụ 41-42%, tỷ lệ đô thị hóa vào khoảng 50%. Tỷ lệ huy động GDP vào ngân sách đạt 21-22%, vốn đầu tư xã hội đạt khoảng 37-38% GDP.

Nâng cao năng lực cạnh tranh của nền kinh tế, đưa khoa học kỹ thuật vào sản xuất kinh doanh, góp phần gia tăng mức lợi nhuận của nền kinh tế. Hệ thống kết cấu cơ sở hạ tầng phải đi trước một bước để đáp ứng nhu cầu phát triển cân đối bền vững của nền kinh tế xã hội, quốc phòng và an ninh. Trên cơ sở quy hoạch, Nhà nước dành vốn ngân sách và huy động các nguồn lực khác để xây dựng đồng bộ kết cấu hạ tầng trong từng vùng và trên cả nước, chủ yếu là hạ tầng giao thông, năng lượng. Đẩy mạnh phát triển đô thị, xây dựng đồng bộ và từng bước hiện đại hệ thống hạ tầng đô thị.

Phát triển kinh tế đồng bộ với xã hội, khống chế mức tăng dân số, đẩy lùi nghèo đói, nâng thu nhập bình quân đầu người lên gấp 4 lần năm 2000, môi trường sống không ngừng được cải thiện.

Trong bối cảnh thế giới có những diễn biến mới, tạo ra những thuận lợi và thách thức cho công cuộc phát triển đất nước. Tiến trình công nghiệp hóa hiện đại hóa của nước ta nên chú trọng hướng vào khai thác nguồn nội lực không nên quá dựa vào ngoại lực, lấy nội lực làm động lực để tạo nên sự ổn định tương đối. Trên

cơ sở đó hình thành thế chủ động khi tham gia vào tiến trình quốc tế hóa và toàn cầu hóa. Vì thế, nền kinh tế cần phải thực hiện:

Khai thác tối ưu các nguồn lực cho tăng trưởng, khai thác ngoại lực phải đảm bảo nguyên tắc nội lực hóa các nguồn ngoại lực để nền kinh tế không rơi vào tình trạng nợ, thâm hụt cán cân thanh toán quốc tế.

Tạo sự gắn kết giữa tăng trưởng kinh tế ổn định bền vững với củng cố và mở rộng thị trường trong nước, thiết lập được hàng rào phòng ngừa cần thiết, thích ứng và ứng phó kịp thời với những biến động từ bên ngoài.

Phát triển cơ cấu ngành kinh tế theo hướng phát huy nội lực, lợi thế so sánh nâng cao sức cạnh tranh quốc tế, phù hợp với xu thế chuyển biến của thời đại.

Phát triển đồng bộ, cân đối giữa các vùng kinh tế, vừa phát huy lợi thế so sánh giữa các vùng trọng điểm vừa tạo điều kiện cho các vùng khó khăn có cơ hội phát triển.

3.1.2. Nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng của địa phương

Để đạt được những mục tiêu kinh tế xã hội đòi hỏi phải huy động tổng lực và có một sự tăng trưởng đồng đều, bền vững giữa các địa phương trên cả nước. Vì vậy, Nhà nước không ngừng đổi mới cơ chế quản lý, khuyến khích khai thác tối đa lợi thế của từng địa phương, đặc biệt là các địa phương là đầu tàu kinh tế phải tăng cường đầu tư để có mức tăng trưởng cao hơn, từ đó kéo các địa phương khác trong vùng phát triển. Thống nhất quy hoạch phát triển trên cả nước, tạo mối liên kết trực tiếp về sản xuất, thương mại, đầu tư kỹ thuật và nguồn nhân lực giữa các địa phương. Chú trọng đầu tư phát triển hệ thống hạ tầng cơ sở các địa phương đồng bộ. Trong lĩnh vực đầu tư, Nhà nước tiếp tục thực hiện đổi mới cơ chế quản

lý tài chính trong phân cấp quản lý ngân sách Nhà nước. Tiến trình này thực hiện theo hướng tăng tính chủ động hơn cho NSDP, giảm dần bao cấp từ NSTW. Các khoản thu phát sinh trên địa bàn sẽ được xem xét để lại nhiều hơn, đồng thời phân định chi cho NSDP cũng được điều chỉnh tăng chi đầu tư phát triển các công trình thuộc kết cấu hạ tầng kinh tế xã hội địa phương. Đẩy mạnh quá trình phi tập trung hóa trong quản lý NSNN nhằm tạo nên cơ chế tài chính linh hoạt và chủ động cho các cấp NSNN, khai thác và sử dụng có hiệu quả hơn các nguồn lực tài chính trong nước.

Thực trạng cơ sở hạ tầng các địa phương hiện nay còn rất yếu kém lại không đồng bộ, đặc biệt là hạ tầng giao thông, điện, nước, y tế, giáo dục... Thời gian qua, mặc dù có sự nỗ lực đầu tư rất lớn, nhưng đến nay vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu phát triển của nền kinh tế xã hội. Mặc khác, với sự phát triển của nền kinh tế, quá trình đô thị hóa của một số đô thị như Hà Nội, Tp.HCM... diễn ra quá nhanh, trong khi cơ sở hạ tầng đô thị chưa được đầu tư đúng mức và kịp thời đã tạo nên sự quá tải và có tác động xấu đến sự phát triển về sau, đến quá trình công nghiệp hóa. Vì vậy, trong thời gian tới để thực hiện các mục tiêu phát triển đã đề ra, vốn đầu tư của các địa phương cũng sẽ rất lớn, cụ thể:

Giai đoạn 2006-2010: Tiếp tục đầu tư để hoàn thiện hệ thống cơ sở hạ tầng địa phương, khắc phục những yếu kém không đồng bộ, khai thông các nguồn lực cho sự phát triển kinh tế địa phương. Với các đô thị lớn, đầu tư nhằm giải quyết hiện tượng quá tải, mất cân đối trong quá trình đô thị hóa như: giao thông, cấp thoát nước, môi trường, y tế, giáo dục... Vì vậy, nhu cầu vốn đầu tư lớn và đòi hỏi các dự án phải thực hiện dứt điểm trong thời gian ngắn để nhanh chóng đưa công trình vào khai thác. Từ năm 2003, tình hình kinh tế khu vực và trong nước đi vào ổn định, luật NSNN điều chỉnh theo hướng phân cấp đầu tư mạnh về địa phương, nếu như giai đoạn 1995-2001 tỷ lệ này trung bình khoảng 43%, thì bắt

đầu từ năm 2002 tăng lên trên 50% ước đoán trong giai đoạn 2006-2010 tỷ lệ phân cấp đầu tư về cho NSDP là 55% và tổng nhu cầu vốn đầu tư từ 99-116 tỷ USD (tương đương 1.562.220 tỷ đồng-1.830.480 tỷ đồng). Nhu cầu vốn đầu tư phát triển của địa phương từ 54,45-63,8 tỷ USD (tương đương 863.522 tỷ đồng đến 1.011.804 tỷ đồng, tính theo tỷ giá VND/USD = 15.859VND), trong đó nhu cầu vốn cho đầu tư cơ sở hạ tầng là chủ yếu. **(phụ lục 20).**

Bảng 3.1.: Vốn đầu tư phát triển từ khu vực Nhà nước và dự báo nhu cầu vốn đầu tư theo phân cấp quản lý giai đoạn 1995-2010

Năm	Tổng số (tỷ đồng)	Trung ương		Địa phương	
		Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ (%)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ (%)
1995-1996	73.341,0	41.304,8	56,31	32.036,2	43,69
1997-2001	374.149,6	212.057	56,68	162.092,6	43,32
2002	106.231,6	49.124,7	46,24	57.106,9	53,76
2003	123.000,0	60.800,0	49,43	62.200,0	50,57
2004	147.500,0	74.000,0	50,2	73.500,0	49,80
2005	172.000,0	82.560,0	48,50	89.440,0	51,50
2006-2010	1.830.480	823.716	45	1.006.764	55

Nguồn: Số liệu Tổng cục thống kê từ 2000-2005, tác giả tổng hợp và tính toán.[22]

Giai đoạn 2011-2020: Phát triển kinh tế theo chiều sâu, cơ sở hạ tầng được hoàn thiện, nâng cấp để đến năm 2020 Việt Nam có một hệ thống cơ sở hạ tầng đồng bộ và hiện đại, tương xứng với một nước công nghiệp phát triển. Đây là thời kỳ mà tốc độ đô thị hóa của các địa phương diễn ra mạnh mẽ, những thành phố lớn tăng đầu tư đáp ứng nhu cầu hiện đại hóa, mở rộng quy mô đô thị và tăng

dân số cơ học. Do vậy, để nâng cấp hệ thống giao thông, các công trình dịch vụ công cộng, trường học, bệnh viện, các khu công nghệ cao..., dựa trên cơ sở tổng nhu cầu vốn đầu tư trong cả nước và tỷ lệ phân cấp về đầu tư cho địa phương là 55%, nhu cầu vốn đầu tư phát triển của địa phương ước tính khoảng từ 150 tỷ USD đến 168 tỷ USD (tương đương 2.266.550 tỷ đồng đến 2.650.536 tỷ đồng – tính theo tỷ giá VND/USD = 15.859VND).

Bảng 3.2: Dự báo nhu cầu và cơ cấu vốn đầu tư giai đoạn 2010-2020

Giai đoạn	2006-2010	2010-2020
1. Tổng nhu cầu vốn đầu tư (tỷ USD)	99-116	250-280
2. Tốc độ tăng trưởng (%)	7,7	8-8,5
3. Hệ số ICOR	4,0-4,5	4,5-5,0
4. Tiết kiệm % GDP	30	40
5. Tỷ lệ đầu tư % GDP	36-40	40-45
6. Đầu tư của NSNN chiếm tỷ trọng (%GDP)	7	5-6

Nguồn: Tổng hợp số liệu thống kê và tính toán.

3.1.3. Đánh giá các nguồn vốn huy động cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng của địa phương

Vốn đầu tư từ nguồn NSNN và tín dụng Nhà nước luôn chiếm tỷ trọng lớn tổng vốn đầu tư cơ sở hạ tầng. Theo số liệu cho thấy, giai đoạn 1995-2000 vốn Nhà nước đầu tư cho hệ thống giao thông, thủy lợi, điện, nước, bưu chính viễn thông, giáo dục đào tạo... chiếm tỷ trọng trung bình 45% trong tổng vốn đầu tư của khu vực kinh tế Nhà nước, trong những năm 2001-2005 tỷ trọng vốn này là 47%. (phụ lục 21, 22)

Với xu hướng đẩy mạnh phân cấp NSNN, thời gian tới một vấn đề đặt ra đối chính quyền các địa phương là phải lựa chọn phương thức huy động vốn sau cho kịp thời và tối ưu nhất, nhằm đẩy mạnh tốc độ phát triển kinh tế xã hội của địa

phương, góp phần vào công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước. Hiện nay, một số địa phương là những đô thị lớn như Hà Nội, Tp. HCM trên cơ sở đặc điểm và những lợi thế riêng về kinh tế xã hội đã nghiên cứu các giải pháp huy động các nguồn vốn đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng. Với sự phát triển của các thể chế kinh tế thị trường, mô hình công ty cổ phần kinh doanh cơ sở hạ tầng (CII) của Tp. HCM tuy còn rất mới mẻ ở Việt Nam, nhưng hoạt động rất có hiệu quả, đáng nên xem xét và nhân rộng cho các địa phương. Công ty này sẽ mua lại quyền khai thác các công trình đầu tư theo phương thức BOT, giúp cho nhà đầu tư nhanh chóng thu hồi vốn mở rộng đầu tư vào các dự án khác. Tuy nhiên, hiện nay mô hình này chỉ mới có 1 công ty ở Thành phố Hồ Chí Minh (**phụ lục 23**), do vậy chưa khai thác được tối đa hiệu quả hoạt động của nó ở các địa phương và trên các lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó, nguồn vốn khai thác từ quỹ nhà đất, quy mô nguồn thu này phụ thuộc vào điều kiện kinh tế xã hội của từng địa phương. Chỉ có những địa phương là trọng điểm kinh tế như Hà nội, Tp. HCM, Bà Rịa Vũng Tàu.... với chính sách đổi đất lấy cơ sở hạ tầng, hoặc đấu giá quyền sử dụng đất, bước đầu đã mang lại những thành công đáng khích lệ, mặc dù trong quá trình thực hiện vẫn còn một số bất cập.

Như vậy, nhu cầu vốn đầu tư của địa phương chủ yếu vẫn phải dựa vào các nguồn vốn từ khu vực Nhà nước. Tuy nhiên, trong tiến trình phát triển kinh tế, hội nhập kinh tế quốc tế, đẩy mạnh thực hiện cơ chế phi tập trung hóa quản lý tài chính Nhà nước. Bội chi NSNN phải được điều chỉnh và kiểm giữ ở mức không quá 5%/GDP, nguồn thu từ thuế và các khoản thu không hoàn trả khác còn hạn chế. Do vậy, nguồn vốn đầu tư trực tiếp từ NSNN của địa phương sẽ không đáp đủ và kịp thời nhu cầu này. Bên cạnh đó, nguồn vốn vay ODA tài trợ cho các dự án hạ tầng địa phương còn rất hạn chế, phải thông qua cơ chế giám sát của Trung ương, với điều kiện các địa phương hiện nay việc tiếp cận với nguồn vốn này rất

khó. Từ thực trạng trên cho thấy hình thức phát hành trái phiếu đô thị, trái phiếu công trình địa phương còn gọi chung là trái phiếu chính quyền địa phương là một phương thức huy động vốn được chính quyền các địa phương quan tâm. Tuy nhiên, khi thực hiện phương thức này, địa phương phải hội đủ các điều kiện về kinh tế, tài chính, cơ chế chính sách Nhà nước, năng lực quản lý...

Tóm lại, trong bối cảnh hiện nay, để thực hiện chính sách mở rộng đầu tư cơ sở hạ tầng ngoài nguồn vốn NSNN, các địa phương là cần thiết phải đa dạng hóa hình thức huy động vốn mới để có thể tạo ra được nguồn tài chính đáp ứng được nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng. Một vấn đề cần thiết và cấp bách đặt ra là phải nghiên cứu các phương thức huy động vốn phù hợp với xu hướng phát triển kinh tế của quốc gia và trong điều kiện cụ thể của địa phương. Phương thức phát hành trái phiếu chính quyền địa phương mang lại hiệu quả cao, qua đó có thể tận khai được nguồn vốn trong nước, kích thích các thể chế kinh tế thị trường phát triển, tăng cường tính minh bạch và hiệu quả trong quản lý của chính quyền Nhà nước ở các địa phương.

3.2. Quan điểm và mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

3.2.1. Quan điểm phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương trong điều kiện kinh tế xã hội ở Việt Nam hiện nay phải dựa trên quan điểm sau:

Phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải phù hợp với điều kiện thực tế và định hướng phát triển kinh tế xã hội của địa phương và đất nước

Quan điểm này dựa trên cơ sở lý luận xây dựng thị trường trái phiếu chính quyền địa phương nhằm tạo thêm kênh huy động vốn cho chính quyền các địa phương đẩy mạnh đầu tư phát triển. Vì vậy, phải xuất phát từ điều kiện và tiềm

năng kinh tế địa phương, tính hiệu quả của công trình đầu tư, tuân thủ các nguyên tắc của quan hệ tín dụng trong cơ chế kinh tế thị trường và đảm bảo thanh toán nợ khi đáo hạn. Hơn nữa, sự ra đời và hoạt động của thị trường này là một bước đổi mới lớn trong cơ chế quản lý tài chính của Nhà nước, giảm dần bao cấp từ NSTW tăng chủ động cho NSDP, nhưng phải đảm bảo tính thống nhất, quyền hạn đi đôi với trách nhiệm.

Theo định hướng phát triển thị trường, giai đoạn đầu chỉ các địa phương hội đủ các điều kiện về kinh tế xã hội, các địa phương trọng điểm và được hưởng quy chế tài chính đặc biệt theo quy định, sẽ phát hành trái phiếu. Hệ quả giai đoạn này, sẽ tạo ra một sự tương tác lan truyền mở rộng sang các địa phương khác.

Phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là một thị trường bộ phận trong sự phát triển thống nhất của thị trường tài chính, phải có sự phối hợp đồng bộ với các thị trường bộ phận khác nhằm đảm bảo an toàn, hiệu quả góp phần huy động vốn cho đầu tư phát triển

Xét về bản chất thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là một thị trường bộ phận của thị trường trái phiếu Nhà nước. Do vậy, trái phiếu chính quyền địa phương được xem là một loại công cụ nợ của thị trường chứng khoán. Để hoạt động thị trường đạt hiệu quả cao cần phải có sự phối hợp đồng bộ với các thị trường bộ phận khác. Trong định hướng phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương sẽ làm gia tăng lượng hàng hoá của thị trường. Đồng thời, sự phát triển của thị trường này sẽ tạo đà phát triển các thị trường nợ khác.

Trong điều kiện kinh tế hiện nay, tín dụng ngân hàng được xem là kênh huy động vốn chủ yếu cho đầu tư phát triển. Vì vậy, tiến trình phát triển thị trường chứng khoán nói chung thị trường chứng khoán nợ nói riêng trong đó có thị trường trái phiếu chính quyền địa

phương phải trên cơ sở phân tích diễn tiến thị trường tín dụng ngân hàng về quy mô, thời gian vốn tiết kiệm, lãi suất... để từ đó xác định thời điểm, quy mô, lãi suất phát hành, đối tượng khách hàng... nhằm đảm bảo thành công của các đợt phát hành, sự ổn định và phát triển bền vững của thị trường.

Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải có sự gắn kết với thị trường trái phiếu chính phủ. Để không gây nên hiện tượng chèn lấn thị trường trái phiếu chính phủ thì quy mô thị trường trái phiếu chính quyền địa phương được xây dựng trên khuôn khổ quy chế tài chính đặc biệt và giới hạn mức vay nợ của địa phương. Lãi suất phát hành trái phiếu chính quyền địa phương phải được xác lập trên cơ sở lãi suất trái phiếu chính phủ và phù hợp với mức lãi suất trên thị trường vốn, nhằm tạo ra một sự gắn kết đồng bộ cho sự phát triển chung của thị trường tài chính.

Sự phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, đặc biệt là loại trái phiếu thu nhập, phải tạo ra môi trường cạnh tranh lành mạnh với thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Việc mở rộng đầu tư của các doanh nghiệp công ích Nhà nước, không làm giảm thu hút vốn đầu tư từ khu vực tư, mất đi tính cạnh tranh trong cơ chế kinh tế thị trường.

Nhà nước thực hiện quản lý bằng luật pháp, tạo điều kiện để thị trường trái phiếu chính quyền địa phương hoạt động và phát triển, bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, có chính sách khuyến khích đông đảo các chủ thể tham gia

Trong quá trình vận hành thị trường trái phiếu chính quyền địa phương có liên quan với hệ thống lợi ích của nhiều chủ thể trong xã hội, cho nên hoạt động của nó phải cần phải dựa trên một nền tảng pháp lý chặt chẽ, thống nhất.

Khung pháp lý của thị trường là cơ sở để thiết lập cơ chế quản lý nợ địa phương, hạn chế rủi ro vỡ nợ, nâng cao hiệu quả quản lý và sử dụng vốn vay của chính quyền địa phương.

Đồng thời, khung pháp lý xác định rõ trách nhiệm và quyền hạn của các chủ thể tham gia thị trường nhằm bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư, tạo ra môi trường kinh doanh lành mạnh, từ đó thúc đẩy thị trường trái phiếu địa phương nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung phát triển.

3.2.2. Mục tiêu

Hướng tới tầm nhìn năm 2020, mục tiêu tổng quát của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là phát triển cả quy mô và chất lượng hoạt động nhằm tạo kênh huy động vốn cho đầu tư phát triển, đồng thời góp phần phát triển thị trường tài chính Việt Nam; duy trì trật tự an toàn, mở rộng phạm vi, tăng cường hiệu quả quản lý, giám sát thị trường nhằm bảo vệ lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư; từng bước nâng cao năng lực cạnh tranh của thị trường, gắn kết với sự phát triển của thị trường tài chính trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế. Để đạt được mục tiêu đề ra trong chặng đường phát triển từ nay cho đến 2020 của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương Việt Nam có thể chia thành 2 giai đoạn và trên cơ sở đó xác định các mục tiêu cụ thể như sau:

Giai đoạn 2006-2010: giai đoạn tạo đà của cho công cuộc công nghiệp hóa, các thể chế, chính sách kinh tế tài chính được điều chỉnh cải cách mạnh mẽ theo hướng linh hoạt phù hợp với cơ chế kinh tế thị trường, chính sách thu hút vốn phải có một bước đột phá mới, đa dạng các kênh huy động vốn. Đối với thị trường

trái phiếu chính quyền địa phương, đây là giai đoạn đầu thử nghiệm cần phải thận trọng, tránh tình trạng vay nợ tràn lan phá vỡ thế cân đối và ổn định của hệ thống NSNN. Vì vậy, quy mô thị trường được hạn chế, chủ yếu tập trung vào một số địa phương được xác định là trọng điểm kinh tế, những đô thị lớn có tiềm lực kinh tế vững mạnh, có mức tín nhiệm cao trong quản lý và điều hành NSDP. Trên cơ sở khai thác các điều kiện lợi thế về quy chế tài chính đặc biệt và các ưu thế về kinh tế, các địa phương này vận dụng phương thức phát hành trái phiếu huy động nguồn vốn trong nước, đẩy mạnh đầu tư. Rút kinh nghiệm từ các đợt phát hành trái phiếu đô thị Tp. HCM, các địa phương có quy mô công nghiệp, dịch vụ lớn, có thể vận dụng phương thức này gia tăng nguồn vốn cho đầu tư. Mục tiêu trong giai đoạn này được xác định là:

- + Cải cách đổi mới cơ chế quản lý tài chính Nhà nước theo hướng tăng tính chủ động và nguồn thu cho NSDP, đa dạng hóa các nguồn vốn đẩy mạnh đầu tư phát triển.

- + Cho phép chính quyền các địa phương được xác định là trọng điểm, đầu tàu trong chiến lược phát triển kinh tế vùng được phép phát hành. Trên cơ sở nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển, cơ chế phân cấp NSNN trong đầu tư giữa trung ương và địa phương mức vốn huy động trung bình hàng năm qua thị trường 5-10 ngàn tỷ đồng. Cùng với sự gia tăng nhu cầu vốn đầu tư, đến năm 2010 mức vốn huy động hàng năm qua thị trường là trên 10 ngàn tỷ đồng.

- + Hoàn thiện cơ chế phát hành trái phiếu nợ chung, thí nghiệm và mở rộng phát hành trái phiếu thu nhập đối với các công trình có khả năng thu hồi vốn đầu tư cao.

- + Từng bước xây dựng và hoàn thiện hệ thống luật pháp để giám sát hoạt động của thị trường, tạo ra môi trường pháp lý thông thoáng cho quá trình vận hành thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Giai đoạn 2011-2020: Cùng với các thể chế kinh tế thị trường, cơ chế chính sách tài chính cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương đã được hoàn thiện. Đẩy mạnh phát triển kinh tế, tăng đầu tư hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, chính quyền các địa phương mở rộng vận dụng phương thức phát hành trái phiếu để huy động vốn. Do vậy, giai đoạn này thị trường trái phiếu sẽ tăng về quy mô, trở thành kênh huy động vốn lớn chiếm từ 7%-10% nhu cầu vốn đầu tư phát triển của địa phương. Đặc biệt là các dự án về hạ tầng giao thông, cung cấp điện, nước, các công trình trọng điểm về phát triển kinh tế xã hội địa phương. Nếu trong giai đoạn 2006-2010 hàng hóa thị trường chủ yếu là trái phiếu nợ chung nhằm tạo sự ổn định, sang giai đoạn sau năm 2010 trái phiếu thu nhập tăng về quy mô và tỷ trọng so với trái phiếu nợ chung. Sự đa dạng các loại trái phiếu chính quyền địa phương là mục tiêu để nâng cao vai trò của thị trường trong tương lai.

Cùng với mục tiêu mở rộng quy mô, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương còn là một thị trường bộ phận quan trọng trong quá trình phát triển của thị trường chứng khoán quốc gia. Đến năm 2010, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương nước ta phải cơ bản hoàn thiện về cơ chế pháp lý từ khâu phát hành, niêm yết và giao dịch thứ cấp để chuyển sang 2011-2020 phát triển mạnh mẽ góp phần vào sự phát triển chung của thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2.3. Những thuận lợi và khó khăn phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương kênh huy động vốn cho đầu tư cơ sở hạ tầng

3.2.3.1. Những thuận lợi

Nhận định về những điều kiện thuận lợi cơ bản khi đẩy mạnh phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương trong thời gian tới như sau:

Trái phiếu là một công cụ tài chính ít rủi ro hơn cổ phiếu, đối với trái phiếu sẽ mang lại thu nhập ổn định và có kỳ hạn rõ ràng, đặc biệt là đối với các loại trái phiếu của Nhà nước thì mức độ an toàn lại cao hơn. Vì vậy, trong lịch sử

phát triển thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu phát triển trước từ đó tạo nền tảng cho thị trường cổ phiếu phát triển. Từ thực tế, hoạt động của thị trường trái phiếu chính phủ thời gian qua với những thành quả đạt được như đã trình bày trong chương II, là tiền đề thuận lợi cho phát hành và giao dịch trái phiếu chính quyền địa phương trong thời gian tới.

Sự ổn định về chính trị, môi trường kinh tế vĩ mô, người dân ngày càng tin tưởng vào đường lối lãnh đạo của Đảng và Nhà nước. Tốc độ tăng trưởng kinh tế cả nước trong những năm qua ở mức cao, lạm phát cơ bản được kiểm soát, thu nhập của dân cư không ngừng tăng lên, điều này có tác động tích cực đến chiều hướng, cơ cấu tiết kiệm và đầu tư. Mặt khác, hệ thống tài chính ngân hàng đã và đang có những chuyển biến tích cực, trở thành những trụ cột quan trọng, tham gia tích cực trên thị trường trái phiếu. Thực tiễn thị trường trái phiếu đô thị Tp. HCM cho thấy đối tượng khách hàng chính qua các đợt phát hành là các định chế NHTM, công ty tài chính, công ty bảo hiểm... đầu tư trên 80% trái phiếu trong các đợt phát hành. Hơn nữa, thị trường tiền tệ với các công cụ như: tín phiếu kho bạc, tín phiếu NHNN, kỳ phiếu NHTM... đã phát triển đa dạng tạo điều kiện hoàn thiện và phát triển thị trường vốn.

Chính sách phát triển kinh tế của Đảng và Nhà nước đề ra mục tiêu đẩy mạnh thực hiện công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước, dựa trên cơ sở khai thác nội lực và tận dụng có hiệu quả các nguồn ngoại lực. Đây là tiền đề quan trọng để phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở nước ta.

3.2.3.2. Những khó khăn

Bên cạnh những thuận lợi hết sức quan trọng trong quá trình xây dựng phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương cũng có những khó khăn thách thức lớn cần khắc phục:

Cơ chế phân cấp quản lý NSNN còn nặng tính tập trung hóa, nguồn thu của ngân sách địa phương còn quá ít, cân đối NSDP chưa được thực hiện chủ động. Với mục đích tăng cường kiểm soát ổn định nền tài chính quốc gia, không làm phá vỡ thế cân đối tổng thể của nền kinh tế. Điều này đã ảnh hưởng đến quá trình đổi mới. Nhà nước chưa kịp thời ban hành các quy chế tài chính đặc thù đối với các địa phương giữ vai trò trọng điểm kinh tế. Các quy định ưu đãi tăng nguồn thu, cơ chế chủ động khai thác các nguồn vốn tín dụng cân đối ngân sách tăng chi đầu tư phát triển của NSDP, sẽ tạo sơ sở tiền đề thúc đẩy sự ra đời và phát triển thị trường trái phiếu.

Một khó khăn nữa là năng lực điều hành và quản lý kinh tế xã hội của bộ máy chính quyền địa phương: do đội ngũ cán bộ quản lý có năng lực của địa phương giỏi còn rất thiếu, chưa có được nhiều chính sách phát triển kinh tế xã hội mang tính sáng tạo và đột phá, quá trình chuyển đổi cơ cấu kinh tế còn quá chậm, hiệu quả kinh tế không cao. Thực trạng này cũng ảnh hưởng đến mức độ xếp hạng tín nhiệm địa phương khi phát hành trái phiếu. Điều này, đặt địa phương vào vòng lẩn quẩn trong việc xác định điều kiện phát hành, sự tín nhiệm của nhà đầu tư và cơ hội đầu tư cho phát triển kinh tế.

Hệ thống thông tin chưa đầy đủ và thống nhất phản ánh về thực trạng tài chính, tình hình kinh tế xã hội của địa phương, do đó trong các đợt phát hành trái phiếu nhà đầu tư không nắm được các thông tin cần thiết để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn, thời gian qua các quyết định này vẫn còn mang cảm tính.

Thị trường chứng khoán nước ta còn ở trong giai đoạn thử nghiệm, do vậy, quy mô còn hạn chế. Mặc dù, thị trường công cụ nợ chủ yếu là thị trường trái phiếu chính phủ, được đánh giá là thành công từ năm 2002 đến nay, nhưng vẫn còn đơn điệu, trái phiếu ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn, trung dài hạn còn khiêm tốn. Trái phiếu giao dịch phần lớn trên thị trường sơ cấp, trên thị trường thứ cấp

còn quá ít, thói quen đầu tư và kinh doanh các loại chứng khoán dài hạn còn hạn chế.

3.3. Các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam

3.3.1. Giải pháp tạo cơ sở tiền đề phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

3.3.1.1. Các giải pháp phân cấp NSNN

Gắn với tiến trình phát triển kinh tế thị trường, để giải quyết những yếu kém của cơ chế tập trung nhằm nâng cao tính chủ động của địa phương, những năm gần đây Nhà nước đã đẩy mạnh đổi mới cơ chế quản lý tài chính theo hướng phi tập trung hóa, trao nhiều quyền hơn cho chính quyền địa phương trong lĩnh vực thu chi NSNN. Cơ sở để thực hiện chính sách phi tập trung hóa là năng lực cung cấp hàng hóa công của chính quyền địa phương. Dựa vào đó, khả năng vay nợ của chính quyền địa phương phải được thiết lập một cách linh hoạt trên cơ sở xem xét yếu tố tiềm lực kinh tế, năng lực quản lý, năng lực trả nợ của địa phương. Cụ thể, quá trình này thực hiện với các nội dung sau:

Tăng cường nguồn thu cho địa phương

Điều chỉnh tăng thu ngân sách địa phương đảm bảo nguyên tắc sau:

Các khoản thu nhằm mục đích phân phối lại trên phạm vi toàn xã hội sẽ được tập trung về NSTW, vì những khoản thu này không phải là kết quả của các hoạt động kinh tế xã hội của một địa phương mà có liên quan đến nhiều địa phương, cũng như chịu sự chi phối bởi các chính sách ở tầm quốc gia.

Các khoản thu có cơ sở tính không được phân phối đồng đều giữa các khu vực cần phải tập trung về NSTW. Những khoản thu phân cấp cho NSDP là những khoản thu có cơ sở tính thu mang tính cố

định, qua đó cho phép địa phương có thể thay đổi mức thu mà không bị thay đổi cơ sở tính thu. Các dịch vụ cung cấp bởi chính quyền địa phương phải phù hợp với khả năng thu phí, lệ phí từ người sử dụng và với các loại thuế, phí khác gắn với việc thụ hưởng dịch vụ.

Nguồn thu phát sinh trên địa bàn địa phương phải được xem xét ưu tiên để lại cho NSDP, nhưng không phá vỡ tổng thể cân bằng chung hoặc làm cho nền kinh tế phát triển mất cân đối lớn giữa các vùng các địa phương trên cả nước.

Trong thời gian tới, những nội dung cơ bản Nhà nước cần xem xét điều chỉnh nhằm làm tăng nguồn thu và khả năng vay nợ của chính quyền địa phương, tạo điều kiện thúc đẩy thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển, bao gồm:

+ Điều chỉnh phân định lại nguồn thu lớn lớn cho NSDP

Theo luật NSNN hiện hành quy định, các khoản thu điều tiết giữa NSTW và NSDP từ các hoạt động kinh tế xã hội, dưới hình thức thuế, phí và lệ phí... Điều này, nhằm mục đích khắc phục hiện tượng mất cân đối do các khoản thu được phân định 100% cho từng cấp NSNN gây nên, đảm bảo sự công bằng và phát triển cân đối giữa các địa phương. Tuy nhiên, để xây dựng cơ chế tài chính linh hoạt tạo điều kiện tăng cường khai thác các nguồn lực tài chính cho đầu tư đối với các địa phương và đô thị có điều kiện về tiềm lực phát triển kinh tế, thực hiện vai trò đầu tàu kinh tế khu vực, Nhà nước đẩy mạnh phân định tăng nguồn thu cho NSDP. Các nguồn thu thuế, hoặc phí lệ phí có nguồn gốc của nó xác định rõ, khi địa phương khai thác các nguồn thu này mà không ảnh hưởng đến các địa phương khác, như các khoản thu có liên quan đến đất đai cần được điều chỉnh để lại địa

phương phần lớn. Đồng thời, cho phép địa phương có quyền chủ động trong việc xác định mức thu đối với các khoản thu được phân định cho địa phương. Tuy nhiên, để tính ổn định chung và hạn chế tình trạng cạnh tranh không lành mạnh giữa các địa phương Nhà nước nên xây dựng mức thuế suất và định mức phí trần để giới hạn sự khai thác quá mức của các địa phương.

+ Xây dựng chế độ hợp lý đối với các loại phí dịch vụ thuộc hạ tầng cơ sở do chính quyền địa phương đầu tư cung cấp mà có tính cạnh tranh với khu vực tư theo nguyên tắc “người hưởng lợi phải trả tiền”

Cơ chế thu hồi vốn đầu tư và chi phí khai thác các công trình hạ tầng cơ sở rất đa dạng và phức tạp, chúng chịu ảnh hưởng bởi tính chất khai thác sử dụng của các hàng hóa và dịch vụ công. Cơ chế thu hồi vốn đầu tư được thực hiện theo nguyên tắc:

Thực hiện theo cơ chế quốc gia: áp dụng đối với các hàng hóa công hữu hình xác định được đối tượng thụ hưởng và bán được theo đơn vị. Mức giá hợp lý được xác định trên cơ sở đảm bảo thu hồi đủ vốn đầu tư và các khoản chi phí phát sinh và phù hợp với mặt bằng thu nhập dân cư.

Sử dụng công cụ thuế đối với các hàng hóa công vô hình không xác định được đối tượng thụ hưởng.

Theo cơ chế phí và lệ phí: đối với các dịch vụ xác định được đối tượng thụ hưởng nhưng khó lượng hóa được mức chi phí cho từng đối tượng thụ hưởng. Mức phí được xác định trên nguyên tắc đảm bảo thu hồi đủ chi phí duy tu, sửa chữa và một phần chi phí thu hồi vốn đầu tư, cũng như mức phí này phải phù hợp với khả năng thu nhập của dân cư.

Cải tiến cơ chế thu phí hợp lý không những làm tăng nguồn thu cho ngân sách mà còn tạo điều kiện cho quá trình quản lý và khai thác các công trình cơ sở hạ tầng tốt hơn. Cơ chế thu trực tiếp được thực hiện qua việc lập trạm thu phí đối với các công trình giao thông hoặc thu đến từng hộ gia đình. Cơ chế thu gián tiếp thực hiện qua phân bổ bình quân trên các đối tượng hưởng lợi hoặc gián tiếp thông qua các loại thu khác dưới hình thức phụ thu. Như vậy, để tăng nguồn thu đối với phí và lệ phí cần thiết phải:

Đối với hàng hóa công có tính cạnh tranh với khu vực tư, xây dựng mức thu hợp lý, mức phí phải đủ để bù đắp các khoản chi phí khai thác và thu hồi vốn đầu tư. Tuy nhiên, một số hàng hóa công mang tính độc quyền địa phương như: cấp thoát nước, thu gom xử lý chất thải..., cần giao trách nhiệm cho chính quyền địa phương quy định khung giá tiêu thụ.

Cải tiến cơ chế thu phí và sử dụng phí trong lĩnh vực khai thác và quản lý các công trình hạ tầng cơ sở. Hiện nay, theo pháp lệnh phí và lệ phí liên quan đến các dịch vụ thuộc hạ tầng cơ sở cung cấp, gồm các loại phí như: phí giao thông qua xăng dầu; phí sử dụng đường bộ; phí qua cầu, qua đò, qua phà; lệ phí trước bạ xe ô tô, xe máy; phí vệ sinh; phí bến bãi, hè đường; phí thoát nước. Vì vậy, nên bổ sung thêm loại phí giao thông đô thị đối với các phương tiện cơ giới đường bộ trong các đô thị, để chi trả các khoản chi phí bảo trì đường bộ và một phần chi phí đầu tư. Mặt khác, việc áp dụng loại phí này, còn có tác dụng hạn chế dân đô thị sử dụng các loại phương tiện vận chuyển cá nhân, góp phần chống ách tắc giao thông tại các đô thị lớn.

Phân cấp về vay nợ cho chính quyền địa phương

Nội dung khoản 3 điều 8 luật NSNN Việt Nam ban hành ngày 16/12/2002 và điều 26 nghị định 60/2003/NĐ-CP ngày 6/6/2003 quy định chi tiết hướng dẫn thi hành luật NSNN quy định: trong trường hợp Tỉnh, Thành phố thuộc Trung ương (gọi chung là ngân sách cấp Tỉnh) có nhu cầu xây dựng công trình kết cấu hạ tầng thuộc phạm vi ngân sách tỉnh đảm bảo thuộc danh mục đầu tư trong kế hoạch 5 năm đã được Hội đồng Nhân dân cấp Tỉnh quyết định mà vượt quá khả năng cân đối ngân sách cấp tỉnh trong năm dự toán, thì được phép huy động vốn đầu tư trong nước theo quyết định của Thủ Tướng chính phủ và phải cân đối ngân sách tỉnh để chủ động trả nợ. Mức dư nợ huy động tại thời điểm trình phương án và dư nợ nếu phương án được duyệt không vượt quá 30% vốn đầu tư xây dựng cơ bản hàng năm của ngân sách cấp tỉnh, không kể vốn đầu tư bổ sung theo mục tiêu không có tính chất ổn định thường xuyên từ NSTW cho ngân sách cấp tỉnh. Riêng Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh thực hiện theo nghị định số 123/2004/NĐ-CP và 124/2004/NĐ-CP ban hành ngày 18/5/2004 quy định quy chế quản lý tài chính đặc biệt đối với hai địa phương, theo đó hai địa phương này được phép huy động 100% vốn đầu tư xây dựng cơ bản theo yêu cầu hàng năm.

Tuy nhiên, trên thực tế có những địa phương có điều kiện tự nhiên thuận lợi, tiềm năng kinh tế vững mạnh, có khả năng mở rộng đầu tư đẩy mạnh phát triển kinh tế, thì những quy định trên sẽ hạn chế việc huy động vốn cho đầu tư cho cơ sở hạ tầng trong khi nhu cầu này đang rất lớn và cần thiết và địa phương có đủ khả năng đảm bảo cân đối ngân sách thanh toán nợ khi đến hạn. Kinh nghiệm rút ra từ thực tế 2 địa phương Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, hưởng quy chế tài chính đặc biệt là được huy động đến 100% nhu cầu vốn đầu tư, đã tạo nên một cơ chế tài chính thông thoáng cho địa phương trong việc khai thác các nguồn vốn tín dụng mở rộng thực hiện các dự án đầu tư xây dựng nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng đô thị, giải quyết áp lực về hạ tầng cơ sở do quá trình đô thị hóa diễn ra quá

nhanh, đảm bảo sự phát triển ổn định kinh tế xã hội địa phương. Vì vậy, trong thời gian tới Chính phủ cần xem xét và bổ sung thêm một số quy định pháp lý nhằm tăng cường khả năng vay nợ huy động vốn đầu tư cho NSDP, cụ thể:

+ **Xây dựng mức giới hạn vay nợ riêng cho từng địa phương**

Vay nợ của chính quyền địa phương đóng một vai trò quan trọng trong việc tạo nên sức bật về tài chính, thúc đẩy đầu tư phát triển kinh tế xã hội địa phương. Tuy nhiên, một khuôn khổ pháp lý đầy đủ điều tiết chính sách vay nợ của chính quyền địa phương là cần thiết, nhằm đảm bảo cho việc vay nợ này không dẫn đến việc khuyến khích vay nợ, lạm dụng việc vay nợ, chính quyền địa phương không có khả năng cân đối ngân sách để hoàn trả các khoản nợ vay. Do đó giải pháp chung hữu hiệu để đối phó với tình trạng này là xây dựng một giới hạn mức vay nợ tối đa cho chủ thể đi vay, với 2 lý do sau:

Nếu không có mức giới hạn vay nợ thì khả năng lạm dụng việc vay nợ sẽ rất cao. Đồng thời, sẽ tạo điều kiện cho địa phương có thể gia tăng các khoản chi thường xuyên vượt quá khả năng chi trả và sau đó thông qua các khoản vay nợ để bù đắp.

Cần đặt ra giới hạn nợ để ổn định quá trình vận hành hệ thống ngân sách quốc gia, môi trường kinh tế vĩ mô tạo điều kiện cho nền kinh tế phát triển cao và bền vững.

Với mức giới hạn vay nợ hiện nay theo luật NSNN quy định 30% áp dụng cho cấp ngân sách địa phương (trừ Hà Nội, Tp. Hồ Chí Minh) là chưa phù hợp, cần phải được điều chỉnh. Bởi vì, việc xác định một mức giới hạn tín dụng thống nhất áp dụng cho tất các địa phương xét về góc độ quản lý, kiểm soát thì có ý nghĩa tích cực. Nhưng điều này lại mang tính chủ quan cứng nhắc, đánh đồng mà không tính đến các yếu tố kinh tế khách quan, những lợi thế so sánh cũng như năng lực và hiệu quả quản lý của từng địa phương. Cho nên, có những địa phương

chưa sử dụng hết hạn mức này, nhưng có địa phương có tiềm năng thì đây là một trở lực lớn. Để giải quyết thực trạng này, cần phải xây dựng một mức giới hạn tín dụng cho từng địa phương, dựa trên các điều kiện kinh tế xã hội và năng lực quản lý phù hợp. Giai đoạn đầu, khi chưa có tổ chức xếp hạng tín nhiệm, xếp hạng tín nhiệm chính quyền địa phương để xây dựng hạn mức vay nợ có thể dựa trên các thông số về đánh giá hiệu quả quản lý, phát triển kinh tế xã hội sau:

Tốc độ tăng trưởng kinh tế GDP địa phương qua các năm, triển vọng phát triển trong tương lai.

Hiệu quả trong việc thu hút vốn đầu tư trong và ngoài nước.

Tốc độ tăng dân số, mức thu nhập bình quân đầu người của địa phương.

Tình hình điều hành ngân sách địa phương qua các năm, những triển vọng về tăng nguồn thu ngân sách trong tương lai.

Mức độ phụ thuộc giữa NSDP vào NSTW.

Mức chi đầu tư phát triển, nhu cầu vay mượn và các giải pháp cân đối ngân sách của địa phương qua các năm cũng như trong thời gian tới.

Trình độ và hiệu quả quản lý điều hành kinh tế xã hội của bộ máy chính quyền Nhà nước địa phương.

Hạn mức tín dụng này sẽ được ổn định trong khoảng thời gian từ 3-5 năm, nhằm hỗ trợ cho việc thực hiện kế hoạch đầu tư trung hạn của NSNN, sau đó sẽ được điều chỉnh cho phù hợp với các kế hoạch ngân sách giai đoạn tiếp theo. Vì vậy, hạn mức tín dụng của địa phương kỳ sau có thể cao hoặc thấp hơn kỳ trước nếu những chỉ số về phát triển kinh tế xã hội của địa phương thay đổi.

+ Xây dựng quy chế về bảo lãnh phát hành đối với loại trái phiếu thu nhập do các doanh nghiệp Nhà nước công ích phát hành

Hiện nay, đối với trái phiếu chính quyền địa phương chỉ có những quy định về quản lý nợ và phát hành trái phiếu nợ chung. Từ thực tiễn Tp. HCM, mặc dù giới hạn mức vay nợ tối đa đến 100% nhu cầu đầu tư xây dựng các công trình hạ tầng kinh tế xã hội trong năm, nhưng vẫn chưa thỏa mãn được nhu cầu về vốn đầu tư. Vì vậy, chính phủ nên nghiên cứu ban hành quy chế bảo lãnh phát hành cho chính quyền địa phương đối với loại trái phiếu doanh thu do các doanh nghiệp Nhà nước công ích phát hành. Việc phát hành trái phiếu thu nhập sẽ góp phần mở rộng huy động vốn cho các dự án đầu tư có nguồn thu, thu nhập của dự án là nguồn tài chính đảm bảo thanh toán nợ trái phiếu khi đáo hạn mà không phụ thuộc vào nguồn thu thuế, phí hoặc lệ phí chung. Hơn nữa, trong điều kiện ở Việt Nam hiện nay trái phiếu doanh thu sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư vì biết được vốn huy động được đầu tư vào dự án công trình nào, cũng như có thể kiểm tra được hiệu quả đầu tư. Việc đa dạng nguồn vốn đầu tư cơ sở hạ tầng qua hình thức BOT, chuyển giao quyền khai thác công trình cũng là động lực thúc đẩy phát triển hoạt động phát hành trái phiếu doanh thu, đặc biệt đối với các dự án về hạ tầng giao thông. Giai đoạn đầu phát hành trái phiếu doanh thu cho các dự án về hạ tầng giao thông, sau đó mở rộng ra các lĩnh vực điện, cấp thoát nước thu gom xử lý rác, giáo dục, y tế...

3.3.1.2. Công khai hóa thông tin

Việc có được thông tin đầy đủ về tình hình tài chính của chủ thể phát hành là yêu cầu cần thiết đối với thị trường chứng khoán nói chung và đối với thị trường trái phiếu nói riêng. Tuy nhiên, đây cũng là trở ngại lớn nhất ở Việt Nam hiện nay, đặc biệt là đối với thị trường trái phiếu chính quyền địa phương liên quan đến các cơ quan Nhà nước cấp chính quyền địa phương. Mặc dù đã có nhiều cố gắng trong việc công khai hóa thông tin trong lĩnh vực tài chính các cấp trong những năm gần đây, nhưng các số liệu chính thức được công bố về tình hình kinh

tế xã hội, Ngân sách Nhà nước ... cũng còn rất nhiều thiếu sót, chưa đầy đủ theo tiêu chuẩn quốc tế. Ở cấp độ địa phương, Quyết định 182/2001/QĐ-TTg ngày 20/11/2001 của Thủ tướng Chính phủ về việc sửa đổi bổ sung quy chế công khai thông tin tài chính đối với Ngân sách Nhà nước ở các cấp, các đơn vị dự toán thu Ngân sách, các doanh nghiệp Nhà nước và các quỹ có nguồn thu từ các khoản đóng góp của nhân dân, quy định “ Công khai dự toán, quyết toán thu, chi ngân sách địa phương hàng năm đã được Hội đồng Nhân dân cùng cấp phê chuẩn...”, “ Việc công khai thông tin nêu trên được thực hiện bằng cách phát hành ấn phẩm do Văn phòng Hội đồng Nhân dân và Ủy ban Nhân dân các cấp phát hành hàng năm”

Nhìn chung, việc công khai hóa thông tin tài chính địa phương đã có nhiều tiến bộ. Dù vẫn còn một số khoản mục cần làm rõ và thông tin phải kịp thời hơn. Điều này, sẽ giúp ích rất nhiều cho công tác xếp hạng tín nhiệm phát hành trái phiếu chính quyền địa phương. Bên cạnh đó, một vấn đề cần quan tâm là chất lượng của thông tin được cung cấp. Chưa có thống kê chính thức, như theo đánh giá của nhiều chuyên gia thì chất lượng thông tin còn hạn chế ở các cấp chính quyền Nhà nước. Lý do của hạn chế này là do hệ thống tiêu chuẩn kế toán ngân sách chưa rõ ràng, việc lập báo cáo tài chính thường mang tính hình thức, cảm tính, năng lực cán bộ làm công tác thống kê còn hạn chế, chưa coi trọng tính chính xác của các số liệu báo cáo thống kê, sự sai sót này xuất phát từ cấp cơ sở... và chính bản thân chính quyền địa phương nhiều khi cũng không nắm được thực chất tình hình tài chính địa phương mình.

Vì vậy, để tạo điều kiện hỗ trợ cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển, kiến nghị một số giải pháp sau:

Nhà nước cần sớm điều chỉnh ban hành các chuẩn mực kế toán ngân sách địa phương rõ ràng, thống nhất. Chế độ cập nhật báo cáo thông tin phải được chấp hành nghiêm chỉnh ở các cấp chính quyền địa phương.

Quy định về chế độ công khai hóa thông tin cho các đợt phát hành trái phiếu. Đồng thời, chính quyền địa phương phải hợp tác đầy đủ với cơ quan xếp hạng tín nhiệm, các cơ quan Nhà nước, các nhà đầu tư có tổ chức, cá nhân và toàn công chúng để chia sẻ các thông tin về tình hình tài chính, kinh tế xã hội, và của dự án tài trợ bởi nguồn thu từ phát hành trái phiếu, kịp thời, rõ ràng, chính xác.

Địa phương cần cam kết sẽ đáp ứng mọi yêu cầu công khai thông tin trên thị trường thứ cấp theo đúng các quy định của Nhà nước. Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng cần được thông tin chi tiết.

3.3.1.3. Thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm trái phiếu chính quyền địa phương

Với ý nghĩa hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán nói chung, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng, để sớm thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm cần thiết thực hiện các biện pháp sau:

Chính phủ cần sớm ban hành nghị định về tổ chức và hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm

Bên cạnh những vấn đề chung cơ bản được đề cập trong luật chứng khoán, Chính phủ cần ban hành nghị định để chi tiết hóa và hướng dẫn thi hành các điều khoản này. Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, trên cơ sở rút kinh nghiệm trong quá trình điều hành tổ chức xếp hạng nếu xét thấy cần thiết có thể tiến tới ban hành luật các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Nhưng trong bối cảnh Việt Nam hiện nay hợp lý nhất là ở mức nghị định, do hệ thống pháp lý nước ta chưa

hoàn thiện, hoạt động xếp hạng tín nhiệm hoàn toàn mới mẽ, ta chưa tiên liệu được hết những quan hệ phát sinh và tính phức tạp của nó. Vì vậy, việc sửa đổi bổ sung là tất yếu trong quá trình điều hành, nếu ở mức độ nghị định thì vừa đảm bảo được hiệu lực pháp lý nhưng cũng vừa có thể sửa đổi bổ sung kịp thời.

Đồng bộ hóa các quy định có liên quan đến hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm

Hoạt động của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm có liên quan chặt chẽ với lợi ích của các doanh nghiệp, tổ chức phát hành, nhà đầu tư và toàn bộ thị trường chứng khoán, do đó cần phải có một sự đồng bộ hóa giữa các luật này. Trong đó, cần phải tiên liệu được khả năng phát sinh những xung đột lợi ích, điều chỉnh kịp thời những quy định về công bố thông tin, xử phạt hành chính, thanh tra, giám sát..

Đối với các luật khác như luật kế toán, kiểm toán và luật thuế cần phải có những quy định chuyên biệt áp dụng cho các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Đối với luật dân sự và luật kinh tế có thể xem xét bổ sung các loại hợp đồng kinh tế, dân sự đang tồn tại, những quy định về hợp đồng xếp hạng tín nhiệm.

Đào tạo nguồn nhân lực cung cấp cho các tổ chức xếp hạng tín nhiệm

Do tính chuyên môn hóa cao, hoạt động xếp hạng tín nhiệm đòi hỏi phải có những chuyên gia giỏi và có kinh nghiệm. Những chuyên gia này không chỉ có những hiểu biết về chứng khoán, thị trường chứng khoán mà còn các lĩnh vực khác nữa. Từ đó, họ có thể phân tích, đánh giá xếp hạng các tổ chức phát hành là Nhà nước, chính quyền địa phương, cũng như các doanh nghiệp trên nhiều lĩnh vực khác nhau. Kết quả xếp hạng là một quá trình tổng hợp các yếu tố vĩ mô, vi mô liên quan đến nhiều lĩnh vực kinh tế xã hội trong cũng như ngoài nước. Nếu không được xử lý chính xác, độc lập và khách quan, không mang lại lợi ích cho

cho các chủ thể có liên quan thì tổ chức xếp hạng tín nhiệm sẽ không tồn tại và phát triển được. Do vậy, việc đào tạo nguồn nhân lực là một yêu cầu bức thiết, để có được một đội ngũ cán bộ chuyên gia giỏi nắm vững cả về lý thuyết và thực tiễn. Trong điều kiện nước ta hiện nay, giai đoạn đầu sẽ thực hiện liên kết đào tạo bằng cách gửi cán bộ đi đào tạo ở nước ngoài, thuê chuyên gia đào tạo, huấn luyện.

Song song với công tác đào tạo, cần thiết phải có một chế độ đãi ngộ thích đáng, tương xứng với trình độ và năng lực công tác. Có như thế mới có thể thu hút được nhân tài tham gia vào loại hình đặc biệt mới mẻ và đòi hỏi trình độ chuyên môn nghiệp vụ cao này.

Hợp tác quốc tế trong việc thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam

Với bối cảnh Việt Nam, tiến tới thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm, hợp tác quốc tế là một trong những điều kiện tiên quyết không thể thiếu. Việc hỗ trợ về mặt kỹ thuật, tài chính, đào tạo sẽ hình thành nên những đảm bảo uy tín. Nếu không có những hỗ trợ này, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm mới được thiết lập sẽ khó có thể đáp ứng được yêu cầu về uy tín, kỹ thuật cần thiết để xây dựng lòng tin đối với các nhà đầu tư. Trong thời gian đầu do quy mô nhỏ, khó có thể liên kết tài chính với các công ty lớn, cũng như do được thành lập dưới hình thức một tổ chức xếp hạng tín nhiệm thuộc UBCK Nhà nước cho nên việc hợp tác nhận hỗ trợ về kỹ thuật, đào tạo nguồn nhân lực là điều có thể thực hiện được và cần phải chú trọng quan tâm hàng đầu.

3.3.2. Các giải pháp trực tiếp cho sự phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

3.3.2.1. Hoàn thiện khung pháp lý cho sự phát triển thị trường trái phiếu địa phương

Do trái phiếu trái phiếu chính quyền địa phương có những đặc điểm khác biệt so với trái phiếu chính phủ, cụ thể: trái phiếu chính quyền địa phương gồm 2 loại trái phiếu nợ chung và trái phiếu thu nhập, thị trường trái phiếu phân tán... cần thiết nên ban hành một quy chế riêng nhằm đẩy mạnh hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, đảm bảo vai trò quản lý Nhà nước và quyền lợi của các chủ thể tham gia.

Các nguyên tắc xây dựng khung pháp lý cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải được kết hợp bởi nhiều yếu tố nhằm tạo ra một môi trường pháp lý phù hợp với những yêu cầu đòi hỏi của thị trường, khả năng thích ứng cũng như những đòi hỏi của nền kinh tế, các thể chế kinh tế, môi trường pháp lý về kinh tế tài chính và thị trường chứng khoán. Như vậy, khi xây dựng khung pháp lý này nhất thiết phải dựa trên cơ sở các nguyên tắc sau:

Đảm bảo thực hiện đúng chủ trương, đường lối của Đảng và Nhà nước đề ra là phát triển thị trường vốn, nhất là thị trường vốn trung và dài hạn, tổ chức vận hành an toàn và hiệu quả. Để đảm bảo đúng định hướng trên, Chính phủ phải giữ vai trò quyết định trong quản lý.

Những quy định về hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải được xây dựng trên cơ sở chiến lược phát triển kinh tế xã hội của đất nước trong từng giai đoạn. Điều này làm cho thị trường thật sự trở thành kênh huy động vốn hiệu quả, gia tăng đầu tư thúc đẩy kinh tế xã hội địa phương phát triển.

Hệ thống các văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động của thị trường phải đáp ứng tính linh hoạt theo những biến động của thị trường nhưng phải đảm bảo tính thống nhất, đồng bộ, phù hợp với các văn bản pháp

lý về kinh tế, tài chính và thị trường chứng khoán, không gây ra hiện tượng chông chéo để đạt hiệu quả cao.

Xây dựng khung pháp lý cho việc tổ chức hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải đảm bảo tính hiệu quả, quản lý tập trung thống nhất mà vẫn tạo điều kiện cho thị trường phát triển mạnh mẽ, an toàn và đúng pháp luật, bảo vệ quyền lợi cho nhà phát hành và các nhà đầu tư. Khung pháp lý tạo điều kiện cho sự hình thành và phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải mang tính khoa học là kết quả nghiên cứu về mặt lý thuyết và kinh nghiệm thực tiễn trong quản lý điều hành thị trường trái phiếu chính phủ của Việt Nam, cũng như kinh nghiệm của các nước trên thế giới. Khung pháp lý phải tạo điều kiện thuận lợi, khuyến khích các chủ thể phát hành, đầu tư, kinh doanh... tích cực tham gia, hạn chế tối đa các tác động tiêu cực có thể xảy ra, đảm bảo an toàn, hiệu quả và bảo vệ quyền lợi của các chủ thể tham gia.

Ban hành các văn bản pháp lý quy định về thị trường trái phiếu chính quyền định phương nói riêng thị trường tín dụng địa phương nói chung

Các điều khoản liên quan tới phát hành trái phiếu và thị trường trái phiếu chính quyền địa phương được đề cập đến rất nhiều văn bản luật khác nhau như Luật NSNN, phí và lệ phí, chứng khoán.... Tuy nhiên theo tình hình của Việt Nam, trong cùng một lúc việc sửa đổi hàng loạt các văn bản pháp lý như vậy sẽ rất khó thực hiện được. Vì vậy, giải pháp trước mắt Nhà nước ban hành các Nghị định về quản lý tín dụng địa phương, quy chế phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, cũng như những quy định hướng dẫn việc niêm yết và giao dịch trái phiếu này trên thị trường chứng khoán. Giải pháp căn bản để đáp ứng với sự phát

triển nhanh của thị trường là phải có một bộ luật riêng về tài chính địa phương, trong đó điều chỉnh công cụ trái phiếu chính quyền địa phương.

Cơ chế quản lý nợ địa phương và cơ quan quản lý trái phiếu chính quyền địa phương

Đảm bảo cho sự phát triển mạnh mẽ và bền vững của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng và thị trường tín dụng địa phương nói chung trên cơ sở nền tài chính vững mạnh, với một cơ cấu nợ công hợp lý. Do vậy, một vấn đề đặt ra là cần thiết phải cơ chế quản lý nợ công cho địa phương. Cho đến hiện nay, Việt Nam vẫn chưa xây dựng được một mô hình quản lý nợ công cho quốc gia hoàn chỉnh, mà chỉ dừng lại ở mức xác lập một số hệ số để so sánh đánh giá sự biến động của nợ quốc gia trong quá trình điều hành và sử dụng, chưa có một hệ thống chỉ tiêu phản ánh tổng thể. Ở cấp địa phương do ngân sách phụ thuộc vào Trung ương lớn, mức vay nợ địa phương thấp, chủ yếu vay qua quỹ hỗ trợ đầu tư địa phương, hoặc tiếp nhận từ nguồn vốn vay qua phát hành trái phiếu của quỹ hỗ trợ đầu tư Trung ương và vay từ NSTW. Vì vậy, trong thời gian tới khi phát triển phương thức huy động vốn qua phát hành trái phiếu thì việc quản lý nợ cần phải được quan tâm.

Theo kinh nghiệm của các nước về xây dựng mô hình tổng thể quản lý nợ công quốc gia và xác lập cơ chế quản lý nợ công của các địa phương, ngoài những quy định về giới hạn nợ công nợ giải quyết bội chi NSĐP, cần phải đưa ra hệ thống các chỉ tiêu để kiểm tra, giám sát tổng thể hoạt động tài chính địa phương như:

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{Giá trị tài sản công}};$$

Nợ trong cán cân tài chính;

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{Thu nhập}};$$

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{Dân cư}} ;$$

$$\frac{\text{Nợ}}{\text{GDP bình quân đầu người}} ; \dots$$

Để xác định các chỉ tiêu tài chính trên phải dựa trên cơ sở hệ thống báo cáo tài chính, kinh tế xã hội của địa phương. Trong điều kiện Việt Nam, để xây dựng chính sách quản lý nợ chung của quốc gia, từ đó xác lập cơ chế quản lý nợ địa phương phù hợp và hiệu quả, trước hết cần phải:

+ ***Định nghĩa rõ các khoản nợ của địa phương:*** nợ do chính quyền địa phương trực tiếp vay, nợ do các doanh nghiệp vay nhưng được chính quyền bảo lãnh ... các khoản nợ này có thể được bảo đảm thanh toán bởi các khoản thu thuế, phí và lệ phí hay bằng nguồn thu nhập của dự án đầu tư.

+ ***Các thông tin về tình hình dân số, phát triển kinh tế xã hội của địa phương phải đầy đủ chính xác:*** trong điều kiện hệ thống thông tin, báo cáo chưa được đồng bộ và đầy đủ, thiếu sự chính xác cho nên rất khó trong việc phân tích đánh giá các chỉ tiêu. Do vậy, trong thời gian tới trên cơ sở những quy định thống nhất về chế độ quản lý và báo cáo thông tin, các thông tin về tài chính kinh tế xã hội... sẽ được đăng tải trên trang web địa phương.

+ ***Xây dựng hạn mức tín dụng cho từng địa phương:*** để kiểm soát nợ quốc gia và hạn chế sự vay nợ quá mức của chính quyền các địa phương, Nhà nước cần thiết phải xây dựng hạn mức tín dụng riêng cho từng địa phương cụ thể. Hạn mức tín dụng này được xây dựng trên cơ sở phân tích đánh giá những điều kiện về kinh tế xã hội và năng lực quản lý của chính quyền địa phương, trong khả năng đảm bảo thanh toán nợ vay khi tới hạn.

Ngoài ra, cơ chế quản lý nợ địa phương còn đề cập đến những chế tài đối với chính quyền địa phương, ràng buộc trách nhiệm pháp lý khi không tuân thủ

những nguyên tắc, quy định trong hoạt động vay nợ nhằm tạo nên sự ổn định bền vững của nền tài chính quốc gia.

+ ***Vận dụng mô hình quản lý nợ – tài sản (mô hình ALM) trong quản lý nợ công của chính quyền địa phương.*** ứng dụng mô hình quản lý nợ – tài sản để thiết lập bảng cân đối tài chính địa phương, qua đó cho phép địa phương tối đa hóa tiềm năng hệ thống, phòng chống rủi ro và cung cấp nền tảng đánh giá sự đánh đổi giữa chi phí và rủi ro trên phương diện tổng thể. Có thể nói, mô hình ALM là một tiến trình thiết lập, thực hiện, giám sát và điều chỉnh chiến lược quản lý tài sản và nợ để đạt được mục tiêu quản lý nợ trong giới hạn rủi ro nhất định. Có thể phát thảo tài sản và nợ công theo mô hình ALM qua bảng cân đối sau:

Bảng 3.3. Bảng cân đối tài sản

TÀI SẢN	NỢ PHẢI TRẢ
<p>1. Tài sản tài chính</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tiền mặt và tiền gửi - Các khoản tạm ứng - Các khoản đầu tư cho vay và khoản thu khác. - Các khoản góp vốn - Tài sản tài chính khác. <p>2. Tài sản phi tài chính</p> <ul style="list-style-type: none"> - Đất - Nhà cửa - Nhà máy, công cụ và cơ sở hạ tầng. - Tài sản vật kiến trúc. - Tài sản khác. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Nghĩa vụ chi trả trực tiếp công khai. 2. Nghĩa vụ chi trả bất thường công khai. 3. Nghĩa vụ chi trả trực tiếp ngầm định. 4. Nghĩa vụ chi trả bất thường ngầm định.
Giá trị thuần = Tổng tài sản – tổng nợ phải trả	

Trong đó, bên nợ bảng cân đối phản ánh các nghĩa vụ chi theo dự toán và các nghĩa vụ nợ khác của chính quyền địa phương, các nghĩa vụ nợ này được đảm bảo chi trả bằng nguồn thu từ thuế, phí và các nguồn lực khác tập trung được, các khoản đầu tư vào doanh nghiệp, các công trình cơ sở hạ tầng, các khoản mà Nhà nước cho các chủ thể khác vay. Những hoạt động đầu tư này của chính quyền địa

phương phải hướng vào các mục tiêu phát triển kinh tế – xã hội. Tuy nhiên trong tiến trình thực hiện, chính quyền địa phương phải gánh chịu nhiều rủi ro tín dụng và tài chính liên quan đến cả hai bên tài sản và nợ. Ứng dụng ALM trong quản lý nợ, được tiếp cận theo hướng lập dự toán ngân sách địa phương cho trung và dài hạn, trong đó xem xét, để có dòng thu nhập trong tương lai như dự toán thì chính sách chi tiêu cũng như vấn đề động viên nguồn thu ở hiện tại và cả từng thời điểm trong tương lai phải như thế nào. Trên cơ sở đó, qui các nguồn thu trong cân đối ngân sách và các khoản chi ngân sách ở các thời điểm khác nhau trong tương lai về hiện tại. Chênh lệch thiếu giữa giá trị hiện tại của dòng thu và chi chính là bội chi NSNN trong tương lai tính theo giá hiện tại. Từ đó, sắp xếp và lựa chọn dòng tiền trong tương lai phản ánh mức bội chi sao cho phù hợp với kế hoạch ngân sách trung và dài hạn, khuôn khổ quản lý nợ công và mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội của địa phương. Như vậy, phương pháp ALM hàm chứa một ý nghĩa phân tích quan trọng là:

Giảm thiểu rủi ro khi những đặc tính rủi ro của khoản nợ phù hợp với nguồn thu thuế và các nguồn thu nhập khác trong tương lai trừ đi các khoản chi tiêu của chính quyền địa phương trong tương lai.

Cung cấp thông tin cần thiết giúp cho các bộ phận quản lý nợ công thấy được các loại hình khác của danh mục tài sản nợ và nợ, ngoài thuế và danh mục nợ trực tiếp.

Đánh giá những rủi ro chủ yếu chung quanh danh mục này có thể giúp cho chính quyền địa phương thiết kế một chiến lược toàn diện để thực hiện giảm thiểu tổng thể rủi ro trong bảng cân đối.

Vận dụng phương thức này, đòi hỏi đội ngũ cán bộ quản lý NSNN địa phương vừa có trình độ nghiệp vụ về thị trường tài chính, quản lý danh mục đầu

tư và phân tích rủi ro, vừa phải có những hiểu biết về chính sách công cộng. Do vậy, cần phải có chính sách và chương trình đào tạo cán bộ phù hợp.

+ **Tiến trình thực hiện:** giai đoạn đầu khi chưa có những văn bản chính sách đầy đủ, cần thiết lập cơ chế báo cáo về các khoản nợ phát hành trái phiếu của địa phương với Bộ Tài chính. Với cơ chế này, cơ quan quản lý cấp trên thực hiện kiểm tra, kiểm soát nhằm tạo nên sự ổn định tài chính và hạn chế rủi ro. Điều này, không có nghĩa gây khó khăn, hạn chế sự chủ động của địa phương, cũng như tạo nên cơ chế bảo lãnh ngầm giữa Trung ương và địa phương đối với nợ phát hành trái phiếu. Trước mắt, khi nợ trái phiếu địa phương còn nhỏ, nên thành lập “Phòng quản lý nợ” trực thuộc Sở Tài chính để theo dõi và quản lý nợ của địa phương. Về lâu dài, khi quy mô nợ địa phương tăng nên thành lập một cơ quan quản lý nợ trực thuộc Ủy ban Nhân dân tỉnh hoặc thành phố.

3.3.2.2. Phát triển hàng hóa cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương

Đối với thị trường trái phiếu chính quyền địa phương 2 loại hàng hóa chính là trái phiếu nợ chung và các loại trái phiếu thu nhập. Với mục tiêu phát triển thị trường, giai đoạn đầu, để hình thành cơ sở cho sự phát triển ổn định và bền vững, trái phiếu nợ chung được xem là hàng hóa chủ yếu, sau đó từng bước đa dạng hóa các loại trái phiếu thu nhập phù hợp với đặc điểm, tình hình và khả năng quản lý thị trường. Vì vậy, để gia tăng hàng hóa cung ứng cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải được thực hiện theo các bước sau:

Đối với trái phiếu nợ chung

Do cơ sở đảm bảo trái phiếu nợ chung dựa vào năng lực tài chính của địa phương. Vì vậy, để phát triển thị trường trái phiếu này phải dựa trên cơ sở:

+ Nhu cầu vốn cho đầu tư các công trình cơ sở hạ tầng trong kế hoạch cân đối ngân sách trung dài hạn của địa phương.

+ Cơ chế phân định tăng nguồn thu giữa trung ương và địa phương, đảm bảo khả năng thanh toán nợ vay khi tới hạn.

+ Một yếu tố quyết định liên quan đến con người đó là năng lực quản lý và tính chủ động sáng tạo của lãnh đạo các địa phương trong việc điều hành NSDP và thực hiện chính sách phát triển kinh tế xã hội. Sự yếu kém về năng lực quản lý, tâm lý ỷ lại trong chờ vào sự hỗ trợ từ NSTW sẽ ảnh hưởng rất lớn đến tiến trình phát triển kinh tế xã hội địa phương cũng như sự phát triển của các hình thức vay nợ trong đó có phát hành trái phiếu.

Gia tăng trái phiếu nợ chung cần tạo điều kiện và khuyến khích các địa phương đẩy mạnh phát hành trái phiếu bằng việc thực hiện các biện pháp:

- + Đổi mới về cơ chế phân cấp tài chính giữa Trung ương và địa phương.
- + Ban hành quy chế tài chính đặc thù đối với các địa phương đô thị là thành phố thuộc Trung ương như Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ.
- + Nhân rộng mô hình phát hành trái phiếu đô thị Thành phố Hồ Chí Minh và trái phiếu Thủ đô của Hà Nội, ở các địa phương đô thị.
- + Đa dạng hóa các loại hình trái phiếu nợ chung trên thị trường, tạo nhiều loại hàng hóa có độ tín nhiệm cao cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Đối với trái phiếu nợ chung có thể phát hành dưới các hình thức:

Trái phiếu đa thời hạn: tức trái phiếu có nhiều ngày đáo hạn khác nhau tính từ ngày phát hành đến thời hạn lưu hành cuối cùng của trái phiếu.

Trái phiếu chiết khấu: là loại trái phiếu có giá bán thấp hơn mệnh giá.

Trái phiếu thanh toán từng phần: là loại trái phiếu mà chính quyền địa phương thực hiện thanh toán từng phần nợ của trái phiếu theo thời gian.

Loại trái phiếu này sẽ tăng thêm độ an toàn cho người sở hữu trái phiếu.

Trái phiếu quyền lựa chọn: trái phiếu này cho phép người mua trái phiếu có quyền đòi nợ đối với người phát hành tại bất kỳ một thời điểm nào đó trong tương lai.

Trái phiếu có lãi suất thay đổi: loại trái phiếu này thì lãi suất thay đổi và được điều chỉnh theo từng thời kỳ khi lãi suất thị trường có biến động tại các thời điểm định kỳ thanh toán lãi.

Trái phiếu thu nhập

Trái phiếu thu nhập được phát hành dựa trên nhu cầu vốn đầu tư của từng dự án và công trình hạ tầng cụ thể. Nguồn thu nhập từ khai thác dự án đầu tư sẽ đảm bảo thanh toán nợ vay khi trái phiếu đáo hạn, với đặc điểm trên, nhà đầu tư có thể kiểm tra được hiệu quả kinh tế trước khi ra quyết định đầu tư. Tuy nhiên, trên thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam hiện nay loại trái phiếu này chưa được phát hành, điều này xuất phát từ các nguyên nhân sau:

+ Chưa có khung pháp lý cho việc phát hành trái phiếu thu nhập

Trong các văn bản pháp lý hiện hành về phát hành trái phiếu chính quyền địa phương chưa đề cập đến loại trái phiếu thu nhập do các cơ quan chính quyền hoặc các doanh nghiệp công ích của địa phương phát hành được sự bảo lãnh của Ủy ban Nhân dân Tỉnh, Thành phố thuộc Trung ương. Cho nên, khi cụ thể hóa xây dựng quy chế phát hành trái phiếu riêng, địa phương vẫn chưa định nghĩa cũng như quy trình phát hành loại trái phiếu thu nhập. Tuy nhiên, thực tế có rất nhiều dự án hạ tầng cần được đầu tư kịp thời để đáp ứng nhu cầu của quá trình đô thị hóa, những dự án này có khả năng thu hồi vốn cao, xác định được hiệu quả kinh tế trực tiếp. Vì vậy, hạn chế về khung pháp lý được xem là trở lực lớn nhất làm cho hàng hóa trên thị trường trái phiếu chính quyền địa phương quá đơn điệu, mà trong tương lai phải được quan tâm giải quyết hàng đầu.

+ ***Cơ chế quản lý còn mang nặng tính bao cấp trong bộ máy cơ quan chính quyền Nhà nước, và đối với các doanh nghiệp công ích***

Việc phân cấp về đầu tư chưa được thực hiện mạnh cho các cơ quan quản lý trên các lĩnh vực kinh tế xã hội ở địa phương, kế hoạch hoặc dự án đầu tư phải trình duyệt qua nhiều cấp ngành, nguồn vốn thực hiện đầu tư chủ yếu là nguồn từ ngân sách bố trí, bộ phận nguồn vốn tín dụng do đơn vị chủ động khai thác từ thị trường chiếm tỷ trọng nhỏ.

Mặc khác, hoạt động của các doanh nghiệp công ích như công trình cấp thoát nước, điện lực, hạ tầng đô thị ... còn mang nặng tính bao cấp, tâm lý trong chờ, ỷ lại vào Nhà nước. Cơ chế độc quyền đã hạn chế quá trình đổi mới trong phương thức đầu tư, số lượng và chất lượng các dịch vụ hàng hóa công không được đáp ứng kịp thời và đầy đủ cho nhu cầu của xã hội.

+ ***Hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp công ích thấp***

Giá thành cung ứng hàng hóa công là rất cao nguyên nhân do công nghệ lạc hậu, chi phí quản lý hành chính lớn và một phần chi phí lãng phí thất thoát quá lớn, ở một số lĩnh vực như điện, nước chi phí này lên mức từ 20-30%. Việc thực hiện cung ứng theo giá chỉ đạo đã làm cho một số doanh nghiệp không có khả năng hoàn vốn và thường xuyên được ngân sách tài trợ. Nếu phát hành trái phiếu thu nhập để thực hiện các dự án này mà không được đầu tư và điều chỉnh đồng bộ trong quản lý cũng như các giải pháp giảm hao hụt thất thoát, sẽ không xác định được hiệu quả kinh tế, cho nên khó có thể thu hút các nhà đầu tư.

Như vậy, từ những nguyên nhân trên đã làm cho loại trái phiếu thu nhập của chính quyền địa phương không được phát hành. Đa dạng các loại hàng hóa để các nhà đầu tư có nhiều lựa chọn khi ra quyết định đầu tư vốn, cũng như tạo điều kiện thúc đẩy thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển. Phát triển trái phiếu thu nhập trên cơ sở đẩy mạnh chính sách xã hội hóa, bao gồm chi phi hóa

và thu nhập hóa các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng của các doanh nghiệp công ích địa phương như: bệnh viện, trường học, công ty cấp thoát nước... Vì vậy, cần thiết phải giải quyết các nội dung cơ bản sau:

+ ***Chính phủ sớm điều chỉnh bổ sung vào các nghị định có liên quan đến phát hành trái phiếu chính quyền địa phương về loại trái phiếu thu nhập, nội dung bao gồm:***

Định nghĩa rõ trái phiếu thu nhập là một loại trái phiếu của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Cơ quan, tổ chức phát hành.

Mục tiêu phát hành trái phiếu thu nhập.

Cơ chế phát hành, bảo lãnh, thanh toán trái phiếu khi đáo hạn.

Xác định mối quan hệ giữa các cơ quan quản lý Nhà nước trong hoạt động giám sát, kiểm tra và thực hiện phát hành trái phiếu thu nhập.

Trên cơ sở đó, các địa phương thực hiện xây dựng khung pháp lý cho việc phát hành trái phiếu chính quyền địa phương với nhiều loại trái phiếu. Tùy theo điều kiện, tình hình và mục đích sử dụng nguồn vốn huy động cho từng loại hình đầu tư cụ thể sẽ chủ động lựa chọn loại trái phiếu phát hành thích hợp nhất.

+ ***Xây dựng cơ chế tài chính linh hoạt:*** cơ chế tài chính phải phù hợp với điều kiện kinh tế thị trường đối với các đơn vị sự nghiệp có thu, các doanh nghiệp công ích về nguyên tắc “quyền hạn tương ứng với trách nhiệm”. Đẩy mạnh phân cấp tài chính sẽ mở rộng các đầu nối đầu tư, phát triển hệ thống hạ tầng kinh tế kỹ thuật đồng bộ phục vụ cho công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa.

+ ***Xây dựng định mức thu phí và lệ phí phù hợp với cơ chế kinh tế thị trường:*** mức phí được xác định theo nguyên tắc “tiêu dùng phải mất tiền” đối với các dịch vụ hàng hóa công mang tính cạnh tranh với khu vực tư, đảm bảo mức

thu phải đủ để trang trải các khoản chi phí khai thác vận hành công trình và thu hồi được vốn đầu tư trong thời gian hợp lý.

+ ***Xây dựng quỹ thanh toán nợ trái phiếu thu nhập***: quỹ này đặt dưới sự quản lý của một tổ chức tài chính chuyên nghiệp như NHTM hoặc công ty đầu tư, để đảm bảo thanh toán nợ vay khi trái phiếu đáo hạn. Điều này, góp phần hạn chế rủi ro của trái phiếu thu nhập thu hút các nhà đầu tư trên thị trường. Mặt khác, do có sự bảo lãnh ngầm của chính quyền khi phát hành trái phiếu, với việc lập quỹ này nhằm đảm bảo thực hiện các nguyên tắc trong quản lý nợ công của chính quyền địa phương. Nguồn tài chính tạo lập quỹ chủ yếu là nguồn thu hồi vốn đầu tư và các khoản thặng dư do đầu tư mang lại hàng kỳ.

+ ***Phát triển mô hình công ty cổ phần đầu tư cơ sở hạ tầng***: loại hình công ty này tham gia vào các lĩnh vực đầu tư phát triển bằng việc góp vốn đầu tư hoặc mua lại quyền khai thác các công trình đầu tư hạ tầng kỹ thuật đô thị bằng nguồn vốn góp cổ phần và nguồn phát hành trái phiếu. Trái phiếu của công ty đầu tư hạ tầng kỹ thuật góp phần làm gia tăng hàng hóa cho thị trường chứng khoán, thu hút khách hàng tham gia đầu tư vào các công trình cơ sở hạ tầng, đồng thời có thể giúp cho các đơn vị đầu tư thu hồi vốn nhanh hoàn trả nợ khi thực hiện chuyển giao quyền khai thác công trình đầu tư, đặc biệt là các dự án thuộc hạ tầng giao thông.

+ ***Mở rộng phát hành trái phiếu thu nhập ra thị trường***: trong điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn hạn chế, chưa tạo được vị trí và niềm tin đối với nhà đầu tư trên thị trường, một số loại trái phiếu đầu tư do Ngân hàng Phát triển Việt Nam và một số quỹ đầu tư địa phương phát hành có thời hạn từ 5-15 năm cũng đã được phát hành, những năm gần đây có tăng nhưng số lượng còn hạn chế. Các loại trái phiếu công trình chưa phổ biến trên thị trường, cho nên các địa phương giai đoạn

đầu chủ yếu phát hành trái phiếu nợ chung do UBND các địa phương trực tiếp thực hiện. Sau khi thị trường đã ổn định, cùng với việc đẩy mạnh phân cấp đầu tư sẽ thí điểm phát hành trái phiếu thu nhập. Trái phiếu đầu tư của các dự án tuyến giao thông chính, cấp thoát nước, sẽ dễ dàng phát hành hơn trong thời gian đầu, nhưng để đảm bảo sự quan tâm của nhà đầu tư chính quyền địa phương có thể thực hiện phương thức bảo lãnh phát hành. Một khi, loại trái phiếu này đã xác lập được vị trí trên thị trường, chính quyền địa phương nên mở rộng quy mô và đa dạng hóa trong các lĩnh vực đầu tư khác.

3.3.2.3. Cơ chế phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Để thực hiện mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, một số đề xuất về cơ chế phát hành.

Giảm sự can thiệp mang tính hành chính trên thị trường đấu thầu về mặt lãi suất, các phiên đấu thầu nên sử dụng chủ yếu là đấu thầu cạnh tranh lãi suất

Vận dụng các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ vào việc xây dựng quy chế phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, về cơ bản, các phương thức phát hành trái phiếu của nền kinh tế thị trường đều đã được áp dụng. Tuy nhiên, đi sâu vào các phương thức vẫn còn nhiều vấn đề cần phải điều chỉnh. Trong quy chế đấu thầu trái phiếu có quy định sử dụng 2 phương thức đấu thầu cạnh tranh và đấu thầu không cạnh tranh, song thực tế chủ yếu sử dụng lãi suất chỉ đạo. Điều này, làm cho lãi suất trúng thầu không phản ánh đúng lãi suất thị trường, tính chủ động của các thành viên tham gia dự thầu không được coi trọng.

Phương thức phát hành chủ yếu

Với những thành công qua các đợt phát hành trái phiếu đô thị của Tp. Hồ Chí Minh, trong thời gian tới nên vận dụng hai phương thức phát hành là đấu thầu phát hành qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán và bảo lãnh phát hành. Thông

qua định chế tài chính trung gian và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán, tạo đầu mối tập trung các nhà đầu tư lớn, tăng hạng mức tín nhiệm, đảm bảo cho các đợt phát hành thành công với chi phí thấp.

Xây dựng cơ chế khuyến khích các thành viên tham gia làm đại lý phát hành, bảo lãnh phát hành hoặc đấu thầu phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Mặc dù, những quy định về đối tượng và điều kiện là thành viên tham gia đấu thầu hoặc làm đại lý phát hành hay bảo lãnh phát hành, trong các thông tư hướng dẫn của Bộ Tài chính là rộng rãi. Đây là những thành viên hội đủ các điều kiện về tư cách pháp nhân, năng lực tài chính và có uy tín trên thị trường nhằm đảm bảo an toàn và thành công trong các đợt phát hành. Để tăng số lượng thành viên bảo lãnh phát hành đề xuất thực hiện các biện pháp sau:

Đối với phương thức bảo lãnh phát hành: đòi hỏi hoạt động của các thành viên phải mang tính chuyên nghiệp hóa cho nên đối tượng là các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư hoặc các tổ chức tín dụng là thích hợp nhất. Tuy nhiên, thời gian qua do không nắm được kế hoạch phát hành trái phiếu của các địa phương trong năm, cho nên các tổ chức thành viên rất bị động khi đăng ký tham gia trong từng đợt phát hành. Vì vậy, đầu năm chính quyền các địa phương có nhu cầu phát hành trái phiếu phải công bố công khai trên các phương tiện thông tin đại chúng về các dự án đầu tư cùng với nhu cầu vốn. Đồng thời, đưa ra kế hoạch phát hành trái phiếu, cụ thể gồm bao nhiêu đợt, thời điểm phát hành, khối lượng, giá trị... cũng như những báo cáo về tình hình sử dụng vốn huy động từ trái phiếu, phân tích đánh giá hiệu quả kinh tế xã hội mang lại của các dự án đầu tư. Để từ đó, một mặt giúp cho các định chế tài chính thành viên chủ động lập kế hoạch kinh doanh, thu hút các nhà đầu tư,

bố trí vốn, nhân sự cho các đợt phát hành, mặt khác, do có được thông tin đầy đủ thu hút được sự quan tâm chú ý của các nhà đầu tư góp phần đảm bảo cho các đợt phát hành trái phiếu ra thị trường thành công.

Đối với phương thức đấu thầu: ngoài giải pháp tăng cường thông tin từ chính quyền địa phương để thu hút được nhiều nhà đầu tư, nên mở rộng thêm mô hình các tổ chức cá nhân không phải là thành viên đấu thầu, đặt thầu qua các thành viên đấu thầu chính thức. Do các nhà đầu tư là doanh nghiệp hoặc các tổ chức kinh tế, cá nhân... hoạt động đầu tư tài chính không phải là chuyên nghiệp và không hội đủ được các điều kiện theo quy định của pháp luật khi tham gia đấu thầu. Thực hiện giải pháp này sẽ khắc phục được hiện tượng thành viên tham gia đấu thầu phát hành qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán chỉ có các định chế ngân hàng, công ty bảo hiểm và công ty chứng khoán, từ đó nâng cao tính cạnh tranh trên thị trường và thu hút được các nguồn vốn đang tồn đọng trong nền kinh tế.

Giảm thuế thu nhập đối với thu nhập từ hoa hồng đại lý và hoa hồng bảo lãnh phát hành. Với việc miễn hoặc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp đối với khoản thu nhập từ hoa hồng đại lý và hoa hồng bảo lãnh phát hành các loại trái phiếu chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương, làm giảm nguồn thu cho ngân sách Nhà nước. Tuy nhiên, điều này sẽ trở thành động lực khích thích tăng số thành viên tham gia đấu thầu bảo lãnh phát hành, sự cạnh tranh giữa các thành viên làm cho mức hoa hồng bảo lãnh phát hành thấp, góp phần làm giảm chi phí phát hành trái phiếu huy động vốn và chi phí đầu tư.

Xây dựng hệ thống các nhà phân phối và kinh doanh trái phiếu chính quyền địa phương

Để đảm bảo cho sự phát triển ổn định của thị trường, đặc biệt là các đợt phát hành trái phiếu, cần thiết phải xây dựng một hệ thống bao gồm các nhà phân phối chính và những khách hàng lớn tham gia đấu thầu phát hành. Đối với thị trường trái phiếu chính quyền địa phương trong quá trình tạo lập và phát triển các định chế tài chính trung gian đóng một vai trò rất quan trọng. Hướng đến một nền kinh tế thị trường phát triển, các định chế tài chính như: công ty tài chính, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm, các NHTM... sẽ là những nhà đầu tư lớn và là những thành viên tham gia thường xuyên trên thị trường thực hiện các nghiệp vụ bảo lãnh phát hành trái phiếu. Vì vậy, các định chế tài chính này không ngừng được hoàn thiện.

3.3.2.4. Lãi suất phát hành trái phiếu

Với đặc điểm của trái phiếu và trong điều kiện thị trường chứng khoán ở Việt Nam còn đang trong giai đoạn hoàn thiện, để thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư, cần thiết phải xây dựng một cơ chế xác định lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương hợp lý. Về cơ bản lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương phải được xác định dựa trên nguyên tắc cơ bản như sau:

Tôn trọng những nguyên tắc của kinh tế thị trường, vì vậy lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương phải được xác định theo quan hệ cung cầu vốn trên thị trường. Nguyên tắc này có thể được thực hiện khi trái phiếu phát hành theo phương thức đấu thầu cạnh tranh.

Trái phiếu có thời gian càng dài lãi suất càng cao.

Lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương phải cao hơn lãi suất huy động và thấp hơn lãi suất cho vay của các NHTM cùng kỳ hạn và cùng thời kỳ huy động.

Do sự giới hạn về quyền lực và nguồn thu của chính quyền địa phương, cho nên khả năng đảm bảo nợ vay của loại trái phiếu chính quyền địa phương thấp hơn trái phiếu chính phủ. Do vậy, lãi suất trái phiếu chính quyền địa phương phát hành phải cao hơn lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn.

Dựa trên cơ sở các nguyên tắc trên, khi xây dựng cơ chế lãi suất phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, luận án đề xuất một số phương thức xác định lãi suất như sau:

Đối với loại trái phiếu nợ chung

Do chính quyền địa phương trực tiếp phát hành và được đảm bảo bằng các nguồn thu ổn định của ngân sách, có mức độ rủi ro thấp, cho nên phương thức xác định lãi suất phát hành hợp lý nhất là thông qua đấu thầu cạnh tranh, nhà phát hành đưa ra lãi suất đấu thầu dựa trên lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn cộng thêm (+) tỷ lệ (%) rủi ro.

Đối với loại trái phiếu thu nhập

Trong trường hợp bảo lãnh, đó là mức lãi suất thỏa thuận giữa tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh. Mức lãi suất này nên được xác định dựa trên cơ sở lãi suất các công cụ nợ cùng kỳ hạn có mức rủi ro thấp cộng với (+) tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng của dự án đầu tư cộng với (+) tỷ lệ rủi ro vỡ nợ cộng với (+) tỷ lệ rủi ro về tính lỏng của trái phiếu. Lãi suất của các công cụ nợ có mức độ rủi ro thấp có thể chọn là trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn hoặc lãi suất huy động tiền gửi tiết kiệm bằng nội tệ kỳ hạn một năm bình quân của các NHTM.

Như vậy, để xác định mức lãi suất phát hành trái phiếu chính quyền địa phương phù hợp, tạo nên sức hấp dẫn thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư, cần thiết thực hiện các giải pháp sau:

Xây dựng lãi suất trái phiếu chính phủ trở thành lãi suất chuẩn cho thị trường tài chính

Lãi suất trái phiếu chính phủ là cơ sở cho việc xác định lãi suất của các công cụ tài chính khác. Nếu như mức lãi suất thấp, trái phiếu không phát hành được gây nên hiện tượng ế ẩm, còn nếu Bộ Tài chính tăng lãi suất trái phiếu chính phủ lên sẽ kéo theo một loạt các phản ứng dây chuyền: lãi suất các hình thức huy vốn khác sẽ tăng tạo áp lực ảnh hưởng đến chỉ số lạm phát. Do vậy, cần thiết phải xây dựng cơ chế xác định lãi suất trái phiếu chính phủ để trở thành mức lãi suất chuẩn của thị trường, mức lãi suất này phải phản ánh được thực trạng tình hình cung cầu vốn của thị trường. Nhà nước cần thực hiện các biện pháp sau:

+ ***Bộ Tài chính cần phải phối hợp chặt chẽ với NHNN về việc hoạch định và điều hành lãi suất:*** việc kết hợp giữa chính sách huy động vốn với chính sách tiền tệ sẽ đảm bảo cho việc xây dựng mức lãi suất phát hành trái phiếu sát với tình hình cung cầu vốn trên thị trường. Từ đó, xây dựng khung lãi suất phù hợp cho các loại trái phiếu giữa các hình thức phát hành đang được áp dụng hiện nay.

+ ***Xây dựng đường cong lãi suất chuẩn để làm cơ sở lãi suất cho thị trường trái phiếu chính quyền địa phương cũng như các thị trường tài chính khác:*** bằng cách Chính phủ phát hành trái phiếu với kỳ hạn dài 10 năm hoặc 15 năm. Dựa trên cơ sở giao điểm giữa đường cong lãi suất với kỳ hạn, chủ thể phát hành sẽ xác định mức lãi suất tương ứng. Mức lãi suất chuẩn này cộng với tỷ lệ phần trăm rủi ro khác nhau của các loại trái phiếu sẽ tạo ra lãi suất huy động vốn trên thị trường. Điều này, làm cho lãi suất trái phiếu chính phủ là lãi suất nền cho việc xác định lãi suất phát hành các loại trái phiếu khác.

Kết hợp vận dụng linh hoạt giữa cơ chế lãi suất cố định và lãi suất thả nổi trong các đợt phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Để tăng tính hấp dẫn của loại hình trái phiếu này, trong tương lai có thể thực hiện cơ chế lãi suất thả nổi, lãi suất sẽ được điều chỉnh hàng năm hoặc sáu tháng

một lần, tùy theo phương thức trả lãi hàng năm hoặc sáu tháng một lần đối với trái phiếu phát hành. Căn cứ vào mức bình quân lãi suất huy động tiền gửi tiết kiệm của các ngân hàng lớn để xác định mức độ điều chỉnh lãi suất. Song khi áp dụng hình thức lãi suất thả nổi, cần phải tính toán thật kỹ trong khâu lập kế hoạch, do đó có thể sử dụng công cụ hoán đổi lãi suất để quản trị rủi ro.

3.3.2.5. Các giải pháp tăng tính thanh khoản của trái phiếu và hạn chế rủi ro trên thị trường

Tính thanh khoản của trái phiếu có ý nghĩa rất lớn đối với sự phát triển của thị trường. Vì vậy, cần thiết phải thực hiện các biện pháp sau:

Đẩy mạnh các hoạt động trên thị trường thứ cấp

Quá trình phát triển của thị trường tài chính dựa trên sự phát triển của hai thị trường bộ phận sơ cấp và thứ cấp. Nếu như ở thị trường sơ cấp mở rộng việc cung ứng hàng hóa sẽ tạo ra áp lực thúc đẩy các giao dịch thứ cấp, khi thị trường thứ cấp hoạt động sẽ tạo ra tương tác ngược lại đối với sự phát triển của thị trường sơ cấp, cụ thể:

- + Gia tăng tính phổ biến của chứng khoán trên thị trường, tạo được sự quan tâm của các nhà đầu tư đối với loại chứng khoán này, góp phần thuận lợi cho các đợt phát hành mới.

- + Tăng tính thanh khoản của chứng khoán, thị trường thứ cấp tạo ra cơ chế hoán đổi được thời gian của các khoản vốn đầu tư, các nhà đầu tư sắp xếp danh mục chứng khoán đầu tư hợp lý, hạn chế rủi ro và tối đa hóa lợi nhuận. Điều này, có tác động khuyến khích thu hút đông đảo các nhà đầu tư với quy mô và cơ cấu vốn khác nhau tham gia trên thị trường phát hành.

- + Góp phần vào việc xây dựng cơ chế lãi suất thị trường, phản ánh đúng thực trạng cung cầu vốn, tạo động lực kinh tế kích thích sự luân chuyển các

nguồn vốn tiết kiệm chuyển giao cho đầu tư qua kênh thị trường trái phiếu tăng lên. Việc phát hành trái phiếu sẽ trở nên thuận lợi với chi phí thấp.

Ở Việt Nam, do trong giai đoạn mới hình thành hàng hóa thị trường trái phiếu chính quyền địa phương chỉ là trái phiếu nợ chung, loại này có mức rủi ro thấp, tính thanh khoản cao trên thị trường thứ cấp. Tuy nhiên, thời gian qua hoạt động của thị trường chỉ dừng lại ở khâu phát hành còn các giao dịch thứ cấp thì rất hạn chế. Nhằm tạo ra động lực cho sự phát triển thị trường trong tương lai cần thiết phải thực hiện phát triển mô hình ngân hàng đa năng theo hướng mở rộng các hoạt động đầu tư tài chính.

Các NHTM hiện nay, hoạt động kinh doanh còn quá đơn điệu, các hình thức đầu tư tài chính chưa được vận dụng rộng rãi, mặc dù khung pháp lý cho các hoạt động kinh doanh ngân hàng đã được NHNN xây dựng. Cùng với tiến trình hội nhập phát triển kinh tế, hoạt động kinh doanh của các NHTM không ngừng hiện đại hóa theo hướng NHTM đa năng. Vì vậy, việc thành lập trung tâm chiết khấu giấy tờ có giá của các NHTM là cần thiết, góp phần đa dạng các nghiệp vụ kinh doanh ngân hàng, nhưng đồng thời cũng đảm bảo hạn chế rủi ro thanh khoản. Hoạt động của các trung tâm chiết khấu này, góp phần gia tăng các giao dịch các loại trái phiếu trên thị trường thứ cấp trong đó có trái phiếu chính quyền địa phương. Để khuyến khích các NHTM, trước mắt NHNN tiếp tục hoàn thiện cho các nghiệp vụ chiết khấu, mua bán các loại giấy tờ có giá bao gồm: các loại thương phiếu, trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu công trình...bên cạnh đó cũng tiến hành ban hành các quy định về việc thành lập các trung tâm giao dịch các loại trái phiếu, giấy tờ có giá ở các NHTM.

Mặt khác, khi NHNN thực hiện nghiệp vụ lưu ký trái phiếu chính quyền địa phương và đưa trái phiếu này vào danh mục hàng hóa giao dịch trên thị trường

tiền tệ, cũng như công cụ tái chiết khấu, tái cấp vốn sẽ khuyến khích các NHTM mở rộng các hoạt động chiết khấu mua bán loại trái phiếu này.

Phát triển các loại hình phái sinh từ trái phiếu chính quyền địa phương

Chứng khoán phái sinh được tạo lập dựa trên một chứng khoán gốc. Giá trị của phái sinh được xác định dựa trên những sự kiện biến động về giá trong tương lai của chứng khoán cơ sở. Các chủ thể tham gia thị trường tài chính tạo ra các công cụ phái sinh và sử dụng chúng để thực hiện mục đích kinh doanh hoặc hạn chế rủi ro trong đầu tư. Việc vận dụng các hoạt động phái sinh mang ý nghĩa tích cực sau:

Sự xuất hiện chứng khoán phái sinh làm tăng số lượng hàng hóa trên thị trường tài chính. Những nhà đầu tư có thể tìm kiếm lợi nhuận thông qua các giao dịch phái sinh mà không cần phải thực hiện mua bán chứng khoán thực tế.

Giao dịch chứng khoán phái sinh góp phần giảm chi phí giao dịch, hạn chế rủi ro... Từ đó, tạo nên những lợi ích thiết thực cho các chủ thể tham gia, góp phần ổn định và phát triển thị trường tài chính.

Với đặc điểm của trái phiếu chính quyền địa phương, thích hợp triển khai hai loại phái sinh sau: phái sinh hoán đổi lãi suất, phái sinh về quyền mua lại trái phiếu. Để áp dụng các loại phái sinh vào thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, cần phải thực hiện các biện pháp sau:

+ ***Xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh cho giao dịch chứng khoán phái sinh:*** trên cơ sở nghiên cứu luật về thị trường chứng khoán phái sinh của các nước trên thế giới kết hợp kinh nghiệm quản lý trong quá trình hình thành và phát triển các phái sinh trên thị trường ngoại hối. Bước đầu, Nhà nước điều chỉnh Nghị định về chứng khoán và thị trường chứng khoán bổ sung những khái niệm cơ bản về

chứng khoán phái sinh và các giao dịch phái sinh. Trong tương lai, khi đã ban hành luật chứng khoán và thị trường chứng khoán, thì những nội dung này nên được chuẩn hóa trong luật.

+ ***Nới lỏng vai trò điều hành của Nhà nước vào thị trường.*** Nhà nước cần nới lỏng dần chính sách can thiệp trực tiếp vào thị trường, đẩy mạnh thực hiện chính sách tự do hóa lãi suất tín dụng làm cho lãi suất ngày càng mang tính khách quan, phản ánh tương đối được thực trạng cung cầu vốn của thị trường. Với sự biến động của lãi suất tín dụng tác động đến thị trường chứng khoán mang tính khách quan, sẽ là một tác nhân quan trọng kích thích các nhà đầu tư quan tâm đến các phái sinh.

+ ***Không ngừng nâng cao hiệu quả thị trường thông qua việc công khai hóa và minh bạch hóa thông tin, thu hút nhiều khách hàng tham gia giao dịch.*** trước mắt, nên thành lập các tổ chức chuyên nghiên cứu phát triển các công cụ dự báo giá và công bố kết quả dự báo giá cả, đặc biệt là giá của một số mặt hàng quan trọng như vàng, ngoại tệ ... qua các phương tiện thông tin đại chúng hoặc qua các tạp chí chuyên ngành để các nhà đầu tư có cơ sở phân tích và đưa ra các quyết định kinh doanh hay phòng ngừa rủi ro.

Miễn giảm thuế thu nhập đối với các khoản thu nhập phát sinh từ trái phiếu chính quyền địa phương

Theo kinh nghiệm từ các nước có thị trường trái phiếu phát triển mạnh như Mỹ, Nhật các khoản thu nhập từ các loại trái phiếu của Chính phủ cũng như trái phiếu của chính quyền địa phương được miễn toàn bộ các loại thuế thu nhập bao gồm thuế Bang và Liên bang hoặc giảm phần lớn cho loại trái phiếu này. Ở Việt Nam, theo quy định của luật thuế đối với các khoản thu nhập phát sinh từ trái phiếu chính phủ không phải chịu thuế thu nhập. Đối với trái phiếu chính quyền địa phương, các cá nhân đầu tư chứng khoán được miễn thuế thu nhập đối với

người có thu nhập cao cho phần thu nhập từ cổ tức, lãi trái phiếu, chênh lệch mua bán chứng khoán nhưng nhà đầu tư có tổ chức không được hưởng ưu đãi này. Khi quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhỏ nên việc áp dụng ưu đãi về thuế cho các loại chứng khoán sẽ không gây những biến động lớn. Vì vậy, Nhà nước nên sớm xem xét miễn toàn bộ thuế thu nhập đối với các khoản thu nhập phát sinh từ trái phiếu, tạo nên động lực kinh tế khuyến khích các nhà đầu tư quan tâm đến loại trái phiếu này, từ đó góp phần thúc đẩy thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển. Đề xuất này xuất phát từ các cơ sở như sau:

+ Đối với trái phiếu chính phủ – huy động vốn cho ngân sách của Chính phủ, khoản thuế thu nhập đối với khoản thu nhập phát sinh từ trái phiếu này cũng được chuyển trở lại vào ngân sách Chính phủ. Tuy nhiên, đối với trái phiếu chính quyền địa phương – huy động vốn cho ngân sách của địa phương, theo quy định phân cấp nguồn thu của luật ngân sách hiện hành, đây là nguồn thu phân chia giữa ngân sách địa phương và ngân sách Trung ương. Vì vậy, vấn đề miễn giảm thuế đối với thu nhập trái phiếu chính quyền địa phương được xem xét trên quan điểm hỗ trợ cho địa phương trong việc tự chủ huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu để đẩy mạnh đầu tư phát triển, giảm bớt bổ sung từ ngân sách Trung ương cho ngân sách địa phương.

+ Trái phiếu chính quyền địa phương có lãi suất cao hơn lãi suất trái phiếu chính phủ. Nếu trong trường hợp được miễn thuế thu nhập, sẽ tạo điều kiện giảm mức lãi suất huy động trái phiếu chính quyền địa phương. Qua đó, giảm được chi phí đầu tư cho các dự án, công trình đầu tư phát triển hạ tầng cơ sở địa phương có sử dụng nguồn vốn này, giúp cho giá thành các công trình này tương đương với các công trình đầu tư của Trung ương. Hơn nữa, mức lãi suất giữa các loại trái phiếu chính phủ và trái phiếu chính quyền địa phương trên thị trường không có chênh lệch lớn.

Bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương

So với trái phiếu chính phủ trái phiếu chính quyền địa phương có mức rủi ro cao hơn. Vì vậy, nhằm thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư và đẩy mạnh phát triển thị trường, trái phiếu chính quyền địa phương cần được bảo hiểm. Tuy nhiên, do phải thanh toán tiền phí bảo hiểm, cho nên có thể làm cho chi phí huy động vốn tăng lên. Do vậy, nhà phát hành có thể điều chỉnh mức lãi suất phù hợp với mức độ rủi ro trái phiếu khi đã được bảo hiểm. Với tình hình thị trường trái phiếu chính quyền địa phương nước ta, cần thiết thực hiện các giải pháp sau:

+ Giai đoạn đầu khi thị trường trái phiếu chính quyền địa phương quy mô còn hạn chế, có thể triển khai nghiệp vụ bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương bằng công ty bảo hiểm tiền gửi hiện đang hiện hữu. Với uy tín, kinh nghiệm và cơ sở vật chất, công ty bảo hiểm tiền gửi thích hợp với việc bảo hiểm cho các đợt phát hành trái phiếu của chính quyền địa phương. Vì vậy, Bộ Tài chính cần ban hành quy chế bảo hiểm trái phiếu chính quyền địa phương, tạo khung pháp lý cho công ty bảo hiểm tiền gửi triển khai sản phẩm mới này.

+ Đồng thời, tiến tới Bộ Tài chính bổ sung danh mục về sản phẩm bảo hiểm phát hành trái phiếu trong đó có trái phiếu chính quyền địa phương, trong các văn bản pháp lý về lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm. Trên cơ sở đó, khuyến khích các công ty kinh doanh bảo hiểm triển khai rộng rãi loại hình này.

+ Từng bước hoàn thiện những quy định tạo khung pháp lý thống nhất cho việc triển khai bảo hiểm trái phiếu nói chung và trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng. Tạo cơ sở cho sự ra đời, phát triển loại hình bảo hiểm mới, củng cố niềm tin của nhà đầu tư trái phiếu chính quyền địa phương.

3.3.2.6. Nhà nước có chính sách phát triển trái phiếu địa phương trong danh mục đầu tư trên thị trường tài chính

Trong điều kiện thu nhập và mức tiết kiệm đầu tư trong dân còn thấp, kiến thức về đầu tư chứng khoán nói chung và trái phiếu chính quyền địa phương nói riêng của công chúng còn hạn chế. Cho nên, thông qua các quỹ đầu tư kinh doanh mang tính chuyên nghiệp, sẽ đảm bảo cho các quyết định đầu tư của công chúng giảm thiểu được rủi ro và tối ưu hóa lợi nhuận. Như vậy, chính sách kích cầu chứng khoán mở rộng danh mục đầu tư trái phiếu trên thị trường tài chính sẽ góp phần đưa thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phát triển ổn định và bền vững.

Ở Việt Nam danh mục đầu tư trái phiếu chính quyền địa phương vẫn còn là mới mẻ, vì vậy, đòi hỏi Nhà nước cần có chính sách thích hợp để phát triển:

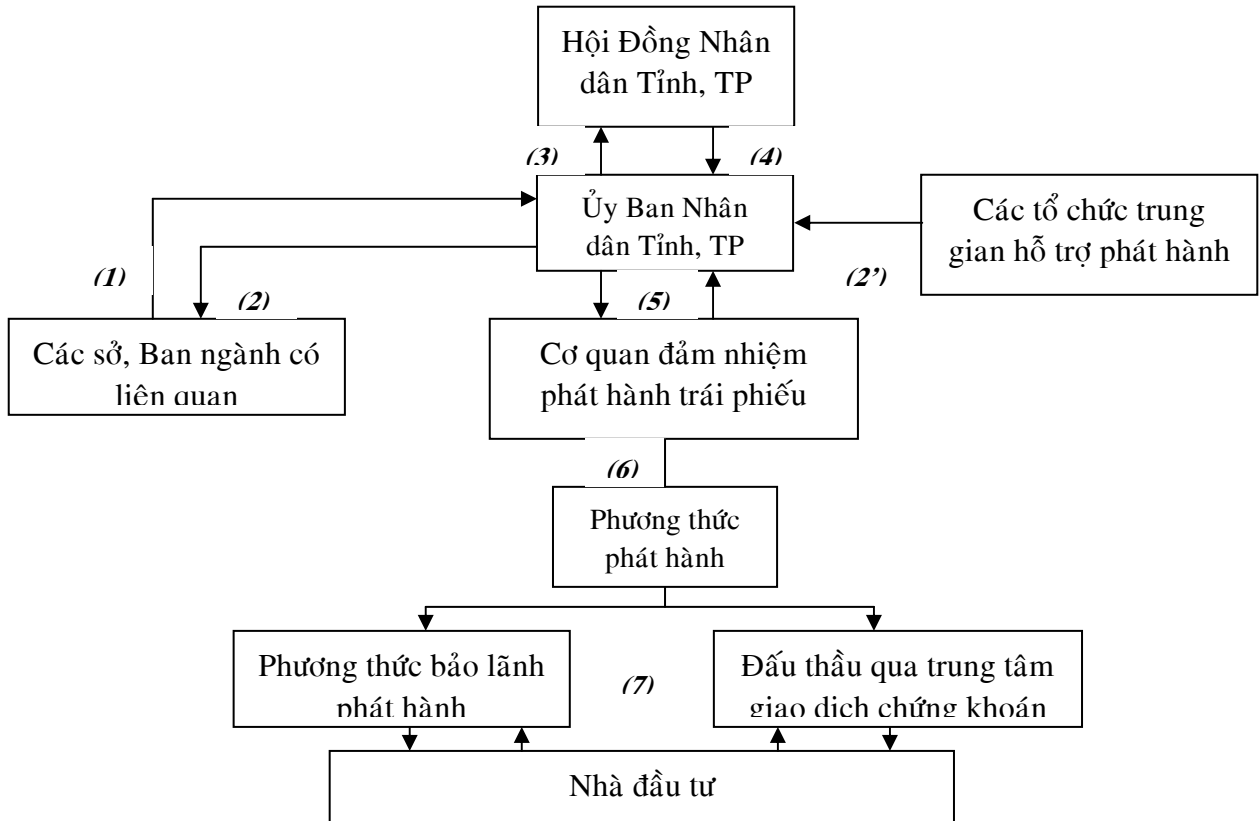
Nhà nước có quy chế tài chính ưu đãi cho các hoạt động kinh doanh trái phiếu chính quyền địa phương cho các quỹ đầu tư trái phiếu như: miễn giảm thuế thu nhập phát sinh từ các hoạt động kinh doanh trái phiếu; giảm các khoản phí giao dịch trái phiếu trên thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Bổ sung danh mục trái phiếu chính quyền địa phương được giao dịch trên các thị trường bộ phận của thị trường tài chính.

3.3.2.7. Về mô hình và quy trình phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Trên cơ sở mô hình phát hành trái phiếu của chính quyền Thành phố Hồ Chí Minh, để hoàn thiện mô hình ở khâu chuẩn bị phát hành trái phiếu, cần bổ sung bộ phận hỗ trợ tư vấn nhằm tăng tính hiệu quả cho các đợt phát hành trái phiếu. Với vai trò của mình các tổ chức này sẽ giúp cho tổ chức phát hành thực hiện các bước đi cần thiết.

Quy trình từng đợt phát hành trái phiếu chính quyền địa phương được mô tả:



Hình 3.1: Quy trình phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Bước 1: Ủy ban Nhân dân tỉnh, thành phố xác định dự án và nhu cầu vốn cần đầu tư, lựa chọn phương thức phát hành trái phiếu. Tùy theo từng dự án, phù hợp với phương thức huy động vốn qua trái phiếu nợ chung hay trái phiếu thu nhập, chính quyền địa phương sẽ lựa chọn chủ thể phát hành.

Trái phiếu nợ chung chủ thể phát hành là Ủy ban Nhân dân tỉnh, thành phố và ủy quyền cho Quỹ đầu tư địa phương tổ chức phát hành.

Trái phiếu thu nhập chủ đầu tư dự án (cơ quan, doanh nghiệp Nhà nước công ích) là tổ chức phát hành.

Bước 2: Sau đó Ủy ban Nhân dân tỉnh, thành phố yêu cầu tổ chức phát hành lập báo cáo khả thi và kế hoạch phát hành trái phiếu trình Ủy ban phê duyệt. Trong bước này tổ chức phát hành cần phải có sự hỗ trợ của các tổ chức tư vấn về

tài chính, luật trong suốt quá trình từ khi lập hồ sơ đến sau khi trái phiếu được phát hành. Nội dung bao gồm:

Đánh giá khả năng vay nợ và luồng thu nhập dự kiến từ dự án đầu tư;

Xây dựng chương trình huy động vốn dài hạn cho dự án;

Phát triển chính sách quản lý nợ, quản lý tiền mặt, định mức tín nhiệm của chủ thể phát hành;

Khuôn khổ pháp lý liên quan đến việc phát hành trái phiếu, loại trái phiếu được phát hành, giới hạn về quyền khai thác nguồn thu đảm bảo hoàn trả nợ khi trái phiếu đến hạn của chủ thể phát hành;

Đầu tư và quản lý tiền mặt huy động được từ nguồn phát hành trái phiếu;

Hỗ trợ cho tổ chức phát hành trong việc thiết lập và duy trì mối quan hệ với các tổ chức bảo lãnh thanh toán trái phiếu;

Giúp tổ chức phát hành lựa chọn phương thức phát hành phù hợp, lựa chọn tổ chức bảo lãnh phát hành cũng như thực hiện các thủ tục pháp lý khi phát hành;

Giúp tổ chức phát hành cấu trúc đợt phát hành về số lượng, mệnh giá, lãi suất, kỳ hạn trái phiếu...;

Tuyên truyền, cung cấp thông tin của đợt phát hành trái phiếu thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư, nhằm đảm bảo cho đợt phát hành đạt hiệu quả cao;

Bước 3: Tổ chức phát hành tiến hành thỏa thuận và ký hợp đồng xếp hạng tín nhiệm cho đợt phát hành với tổ chức xếp hạng tín nhiệm; hợp đồng bảo lãnh thanh toán trái phiếu với tổ chức bảo lãnh thanh toán.

Sau khi hoàn thành các bước trên tổ chức tư vấn về tài chính, pháp luật sẽ giúp cho tổ chức phát hành lựa chọn phương thức phát hành trái phiếu phù hợp.

Bước 4: căn cứ vào tình hình trên thị trường vốn, đặc điểm của đợt phát hành chứng khoán, sẽ lựa chọn một trong các phương thức phát hành: đại lý phát hành và bảo lãnh phát hành hoặc đấu thầu qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán.

Theo phương thức đấu thầu qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán:

Tổ chức phát hành phối hợp với Trung tâm Giao dịch Chứng khoán tổ chức đấu thầu phát hành chứng khoán. Tổ chức phát hành cung cấp thông tin cho Trung tâm Giao dịch Chứng khoán bản thông báo phát hành chứng khoán. Quá trình phát hành được thực hiện như sau:

Trung tâm Giao dịch Chứng khoán gửi thông báo cho các thành viên tham gia đấu thầu và thông báo trên các phương tiện thông tin đại chúng về đợt phát hành trái phiếu. Các thành viên căn cứ vào thông tin về đợt phát hành sẽ đăng ký dự thầu với Trung tâm.

Trung tâm Giao dịch Chứng khoán tổ chức mở thầu, công bố kết quả trúng thầu cho tổ chức phát hành, các thành viên trúng thầu và công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng.

Tổ chức trúng thầu thanh toán tiền mua trái phiếu, tổ chức phát hành chuyển giao trái phiếu qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán dưới hình thức chứng chỉ hoặc ghi sổ.

Theo phương thức bảo lãnh phát hành:

Thông báo nội dung về đợt phát hành trái phiếu, mời các tổ chức đủ điều kiện theo quy định tham gia bảo lãnh phát hành. Sau đó, tổ chức phát hành gửi thông báo phát hành trái phiếu cho tổ chức thực hiện bảo lãnh phát hành.

Các tổ chức bảo lãnh phát hành trên cơ sở phân tích nội dung thông báo phát hành, nếu phù hợp với khả năng và nhu cầu, tổ chức bảo lãnh sẽ gửi giấy đề nghị bảo lãnh phát hành cho tổ chức phát hành. Tổ chức phát hành căn cứ vào giấy đề nghị bảo lãnh phát hành để chọn nhà bảo lãnh phát hành khi họ đề nghị mức phí bảo lãnh thấp và đáp ứng đủ các điều kiện do tổ chức phát hành đưa ra. Sau khi đã hoàn tất những thủ tục cần thiết, hai bên tiến hành ký kết hợp đồng bảo lãnh phát hành. Để đảm bảo cho việc chuyển tiền trái phiếu nhận bảo lãnh cho tổ chức phát hành, các tổ chức bảo lãnh phải thực hiện ký quỹ một khoản tiền được tính theo tỷ lệ trên giá trị trái phiếu nhận bảo lãnh.

Căn cứ vào thông báo phát hành trái phiếu và hợp đồng bảo lãnh phát hành đã đăng ký với tổ chức phát hành, tổ chức bảo lãnh phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư. Sau đó, các tổ chức bảo lãnh phát hành chuyển toàn bộ số tiền trái phiếu nhận bảo lãnh theo hợp đồng vào tài khoản tổ chức phát hành. Trái phiếu được phát hành dưới 2 hình thức ghi sổ hoặc chứng chỉ: trường hợp ghi sổ, căn cứ vào danh sách và số tiền tổ chức bảo lãnh chuyển đến, tổ chức phát hành sẽ chuyển giấy chứng nhận sở hữu trái phiếu đến tổ chức bảo lãnh phát hành. Theo yêu cầu của nhà đầu tư, tổ chức bảo lãnh chuyển giấy chứng nhận sở hữu trái phiếu cho tổ chức lưu ký; trường hợp nhà đầu tư muốn nhận chứng chỉ, tổ chức lưu ký nơi chủ sở hữu mở tài khoản thông qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thông báo cho tổ chức phát hành để cấp chứng chỉ.

Kết luận chương 3

Nhằm đưa các giải pháp kiến nghị có tính khả thi thúc đẩy thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam phát triển. Luận án nêu lên các quan điểm và mục tiêu cụ thể về định hướng phát triển thị trường trong giai đoạn từ nay đến năm 2010 làm cơ sở để đề ra các giải pháp cụ thể về cơ chế chính sách Nhà nước về phân cấp ngân sách Nhà nước, hàng hóa, cơ chế hoạt động ... nhằm nâng cao tỷ trọng và quy mô của thị trường.

Những giải pháp kiến nghị nêu trên được căn cứ trên cơ sở thực tiễn quá trình phát hành trái phiếu đô thị của Ủy ban Nhân dân Thành phố Hồ Chí Minh qua các năm 2003, 2004, 2005, cũng như một số địa phương phát hành trái phiếu công trình địa phương. Hy vọng những giải pháp trên sẽ góp phần thiết thực vào nâng cao hiệu quả hoạt động của các đợt phát hành trái phiếu chính quyền địa phương và tạo ra cơ chế động lực thúc đẩy thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam phát triển mạnh mẽ trong giai đoạn sắp tới. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương thực sự trở thành kênh huy động vốn linh hoạt cho NSDP đầu tư cơ sở hạ tầng, đẩy mạnh phát triển kinh tế địa phương và cả nước.

KẾT LUẬN

Phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương, tạo kênh huy động vốn cho ngân sách địa phương, nhằm đẩy mạnh phát triển kinh tế là vấn đề được lãnh đạo chính quyền các địa phương, cũng như các nhà hoạch định chính sách của Nhà nước, đặc biệt quan tâm nghiên cứu để vận dụng phương thức này vào điều kiện thực tế.

Bằng sự nỗ lực của bản thân trong nghiên cứu lý luận khoa học về lĩnh vực tài chính; từ thực tiễn hoạt động phát hành trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam thời gian qua; sự kế thừa kiến thức của những người đi trước, luận án đã hoàn thành với nội dung gồm 3 chương:

Nghiên cứu lý luận về thị trường trái phiếu chính quyền địa phương.

Phân tích thực trạng hoạt động của thị trường về những thành tựu, hạn chế cũng như nguyên nhân tồn tại của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở Việt Nam trong khoảng thời gian từ 1991 đến nay.

Đề xuất giải pháp nhằm đẩy mạnh phát triển thị trường trái phiếu chính quyền địa phương trong thời gian tới giai đoạn 2005-2020.

Luận án đã đi đến kết luận:

Sự ra đời và phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương phải dựa trên những điều kiện cơ sở là: thị trường tài chính phát triển; cơ chế quản lý tài chính Nhà nước được thực hiện theo hướng phi tập trung hóa, có sự chuyển giao quyền lực phân cấp đầu tư và vay nợ của chính quyền trung ương cho chính quyền địa phương; gia tăng bội chi ngân sách địa phương cho nhu cầu về đầu tư cơ sở hạ tầng. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương là một bộ phận của thị trường chứng khoán nợ, hoạt động của nó tạo ra kênh huy động vốn đầu tư phát triển kinh tế xã hội địa phương. Từ thực tế hoạt động của thị trường thời

gian qua, cho thấy những vai trò tích cực của nó góp phần thúc đẩy quá trình điều tích vốn, mở rộng đầu tư cơ sở hạ tầng và thúc đẩy kinh tế địa phương phát triển. Tuy nhiên, trong quá trình phát triển của nền kinh tế, nhu cầu vốn đầu tư của địa phương, thị trường này vẫn còn nhiều hạn chế, vẫn chưa phát huy hết tiềm năng và được nhiều địa phương vận dụng.

Qua nghiên cứu thực trạng hoạt động của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương ở nước ta thời gian qua, trên cơ sở bài học kinh nghiệm của các nước và các đợt phát hành trái phiếu đô thị Tp. HCM, luận án đề xuất các giải pháp để đẩy mạnh quá trình phát triển của thị trường:

Một số vấn đề về hoàn thiện cơ chế phân cấp Ngân sách Nhà nước làm gia tăng mức chi đầu tư cơ sở hạ tầng, khả năng vay nợ và nguồn tài chính đảm bảo khi đáo hạn.

Các giải pháp tạo cơ sở tiền đề phân cấp quản lý Ngân sách Nhà nước, cung cấp thông tin nhằm tạo ra sự ổn định cho các hoạt động của thị trường. Các giải pháp cụ thể cho sự phát triển của thị trường trái phiếu chính quyền địa phương về khung pháp lý, hàng hoá, lãi suất và tính thanh khoản của trái phiếu.

Toàn bộ các giải pháp mà luận án đề xuất đều dựa trên những định hướng chiến lược phát triển kinh tế xã hội được Nhà nước đề ra. Mỗi giải pháp được xây dựng trên cơ sở kết hợp giữa lý luận, kinh nghiệm, thực trạng, nguyên nhân, quan điểm và mục tiêu đã được xác định. Tác giả hy vọng rằng những đề xuất của luận án trong một chừng mực nào đó mang tính khả thi, đây chính là mục tiêu cuối cùng mà luận án mong muốn đạt tới. Thị trường trái phiếu chính quyền địa phương còn mới mẻ đối với nước ta, chưa có thực tiễn và kinh nghiệm nhiều, hơn nữa do trình độ còn nhiều hạn chế mặc dù tác giả đã hết sức cố gắng nhưng vẫn chưa hoàn hảo. Rất mong sự góp ý của các thành viên Hội đồng./.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU
CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ CÓ LIÊN QUAN ĐẾN
ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

1. **Diệp Gia Luật (2002)**, Nâng cao hiệu quả sử dụng các công cụ tài chính tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam - Tạp chí phát triển kinh tế số 141 tháng 7.2002, trang 25,26,27, Tạp chí phát triển kinh tế số 142 tháng 8.2002, trang 33,34.
2. **Diệp Gia Luật (2002)**, Góp phần phát triển thị trường tiền tệ của Việt Nam trong thời gian tới – Tạp chí phát triển kinh tế số 144 tháng 10.2002, trang 12,13,14,15.
3. **Diệp Gia Luật (2006)**, Nghiên cứu phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường quốc tế – Tạp chí phát triển kinh tế số 184 tháng 2.2006, trang 33,34,35.
4. **Diệp Gia Luật (2006)**, Đẩy mạnh các giao dịch phát sinh nhằm thúc đẩy thị trường tài chính phát triển - Tạp chí phát triển kinh tế số 187 tháng 5.2006, trang 37,38,39.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. **Ban chấp hành trung ương Đảng khoá IX (2006)**, *Báo cáo chính trị của Ban Chấp hành Trung ương khóa IX trình Đại Hội X của Đảng.*
2. **Ban chấp hành trung ương Đảng khoá IX (2006)**, *Báo cáo Đại Hội X của Đảng về chiến lược phát triển kinh tế xã hội 2006-2010.*
3. **Ban chấp hành trung ương Đảng khoá IX (2006)**, *Báo cáo Đại Hội X của Đảng về phương hướng, nhiệm vụ phát triển kinh tế xã hội năm năm 2006-2010.*
4. Phạm Phan Dũng (2002), “*Triển vọng phát triển trái phiếu đô thị ở Việt Nam*”, tham luận tại hội thảo: “*Trái phiếu đô thị ở Việt Nam: Triển vọng và phương thức phát hành*”.
5. Lê Hoàng Dương, Lê Văn Hình, Dương Thị Phương, *Những kiến thức cơ bản về trái phiếu và các công cụ thị trường tiền tệ*, Nhà xuất bản thống kê, Hà Nội, 1997.
6. Đỗ Gioan Hảo (2002), “*Xếp hạng tín nhiệm và phát hành trái phiếu địa phương*”, tham luận tại hội thảo: “*Trái phiếu đô thị ở Việt Nam: Triển vọng và phương thức phát hành*”.
7. Đinh Thế Hiển (2002), “*Một số giải pháp trong việc sử dụng trái phiếu đô thị ở Tp. Hồ Chí Minh*”, tham luận tại hội thảo: “*Trái phiếu đô thị ở Việt Nam: Triển vọng và phương thức phát hành*”.
8. Dương Thị Bình Minh, Sử Đình Thành, *Lý thuyết tài chính tiền tệ*, Nhà xuất bản thống kê.
9. Nguyễn Văn Nam, Vương Trọng Nghĩa(2002), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Nhà xuất bản Tài chính.

10. Phạm Văn Năng, Trần Hoàng Ngân, Sử Đình Thành (2002), *Sử dụng các công cụ tài chính để huy động vốn cho chiến lược phát triển kinh tế xã hội của Việt Nam đến năm 2020*, Nhà xuất bản Thống kê.
11. Trần Đắc Sinh (2002), *Định mức tín nhiệm tại Việt Nam*, Nhà xuất bản Tp. Hồ Chí Minh.
12. Trần Đắc Sinh (2004), *Huy động vốn đầu tư cơ sở hạ tầng qua thị trường chứng khoán*, Nhà xuất bản Tổng hợp Tp. Hồ Chí Minh.
13. Nguyễn Ngọc Thanh, Trần Mạnh Kiên (2002), “ *Một số chính sách thúc đẩy thị trường trái phiếu đô thị ở Việt Nam* ”, tham luận tại hội thảo: “ *Trái phiếu đô thị ở Việt Nam: Triển vọng và phương thức phát hành* ”.
14. Nguyễn Ngọc Thanh, Trần Mạnh Kiên (2002), “ *Một số chính sách thúc đẩy thị trường trái phiếu đô thị ở Việt Nam* ”, tham luận tại hội thảo: “ *Trái phiếu đô thị ở Việt Nam: Triển vọng và phương thức phát hành* ”.
15. Sử Đình Thành (2002), “ *Phát triển thị trường Trái phiếu đô thị ở Việt Nam* ”, tham luận tại hội thảo: “ *Trái phiếu đô thị ở Việt Nam: Triển vọng và phương thức phát hành* ”.
16. Luật Ngân sách Nhà nước 1996, 2002
17. Luật Ngân hàng Nhà nước, Luật các tổ chức tín dụng
18. Nghị định, Thông tư triển khai thi hành luật Ngân sách Nhà nước, Quy chế tài chính đặc thù cho địa phương; phát hành trái phiếu chính phủ, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương; hoạt động của thị trường tài chính.
19. Tạp chí tài chính.
20. Tạp chí ngân hàng
21. Tạp chí phát triển kinh tế.

22. Niên giám thống kê các năm 1997; 1998;1999; 2000; 2001; 2002; 2003; 2004, 2005.
23. Niên giám thống kê TP. Hồ Chí Minh các năm 1999; 2000; 2001; 2002; 2003; 2004;2005.
24. Các số báo năm của Thời báo kinh tế Việt Nam1997-1998;1998-1999; 1999-2000; 2001-2002; 2002-2003; 2003-2004; 2004-2005,2006-2007.
25. Tham khảo thông tin trên trang Web Bộ Tài chính, www.mof.gov.vn
26. Tham khảo thông tin trên trang Web Bộ Kế hoạch & Đầu tư, www.mpi.gov.vn
27. Tham khảo thông tin trên trang Web Thời báo kinh tế Việt Nam, www.vneconomy.com.vn
28. Tham khảo thông tin từ Kho bạc Nhà nước.
29. Tham khảo thông tin từ Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.
30. Tham khảo thông tin trên báo Đầu tư chứng khoán.
31. Tham khảo thông tin trên trang Web Tp. Hồ Chí Minh www.hochiminhcity.gov.vn
32. Tham khảo thông tin trên trang Web Bộ Giao thông Vận tải www.mt.gov.vn
33. David Blake (1994), *Phân tích thị trường tài chính*, Nhà xuất bản Tp. Hồ Chí Minh.
34. Frederic S.Mishkin (1999), *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính*, Nhà xuất bản khoa học kỹ thuật Hà Nội.
35. Alison Harwood, *Building local bond markets an Asian perspective*.

36. Bech-Hansen, John, (2002), *Tax-exempt bond. Municipal finance officers*, Association of Ontario.
37. Donald E.Fischer, Ronald J.Jordan, *Security, Analysis and Portfolio Management*.
38. Frankk J. Fabozzi, CFA, *Bond market, Analysis and strategies*, third edition.
39. Jia Kang, senior research fellow, Minitry of finance People's Republic China, *Study on local government public debt financing in the People's Republic of China*.
40. James Leigland, *Accelerating Municipal bond market development in Emerging Economiies: An assessment of strategies and progress*, www.rti.org.cid.
41. Koichi Hamad (Yale University), Seung-Cheol Jeon (Bank of Korea), Jai-Won Ryou (Konkuk University), *Asian bond market: Issues, Prospects and Tasks for cooperation*.
42. Petersen, John E. (2001), *Subnational Debt, Borrowing Process and Creditworthiness*, World Bank Intitute-Geogia State University.
43. Petersen, George E. (2000), *Building Local Cridit Systems*, World Bank.
44. Petersen, George E. (Nov.19-20,2002), *Bank or Bond: Building a Municipal Cridit Market*, ADB coference on local government finance and bond financing.
45. Phelps, Priscilla M. (1997), *Municipal bond Market Delopment in deveplosing countries: The experience of the U.S*, Agency for International Deveplopment. United States Agency for International Deveplopment.

46. Robert Zipf (1995), *How municipal bonds work*, New York Institute of Finance.
47. Robert Zipf (1997), *How bonds market work*, New York Institute of Finance.
48. Robert L. McDonald, *Derivatives Market*.
49. Steiss, Alan Water, “*Local Government Finance: CapitalFacilities Planning and Debt Administration*”, University of Michigan.
50. *The EURO bond market study*, December 2004.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Đặc điểm các loại trái phiếu địa phương

Trái phiếu nợ chung

Căn cứ vào kỳ hạn thanh toán, trái phiếu nợ chung gồm:

+ Trái phiếu đơn kỳ: trái phiếu định kỳ chỉ có một ngày đến hạn, trái phiếu nợ chung phổ biến được phát hành theo hình thức trái phiếu này.

+ Trái phiếu đa kỳ hạn: loại trái phiếu này có nhiều ngày đến hạn khác nhau, thường được niêm yết theo lợi tức tính vào thời điểm trái phiếu đến hạn.

+ Trái phiếu theo series: trái phiếu loại này được phát hành theo từng thời kỳ khác nhau, chúng có nhiều ngày phát hành khác nhau.

Căn cứ theo phương thức phát hành, trái phiếu nợ chung bao gồm:

+ Trái phiếu cao hơn mệnh giá: khi mua trái phiếu loại này, nhà đầu tư phải thực hiện khấu trừ chênh lệch giá của trái phiếu. Nhà đầu tư định khoản khấu trừ bằng cách chia đều khoản chênh lệch cho số năm thời hạn trái phiếu, rồi lấy chi phí mua trái phiếu trừ đi số tiền có được sau phép tính chia trên. Ví dụ: Người mua trái phiếu có mệnh giá 100.000 đồng, với số tiền là 110.000 đồng, thời hạn 5 năm. Như vậy khoản khấu trừ hằng năm là 2.000 đồng (10.000 đồng/5 năm). Nếu khách hàng giữ trái phiếu 2 năm, tổng khoản khấu trừ này sẽ là 4.000 đồng, khi bán lại trái phiếu thì cơ sở chi phí điều chỉnh là 106.000 đồng (110.000 đồng – 4.000 đồng).

+ Trái phiếu thấp hơn mệnh giá: trái phiếu được bán thấp hơn mệnh giá, khi đáo hạn sẽ được thanh toán số tiền bằng với mệnh giá trái phiếu.

+ Trái phiếu bằng mệnh giá: giá bán trái phiếu khi phát hành bằng với mệnh giá, lãi có thể được thanh toán một lần hoặc chia làm nhiều định kỳ sẽ được xác định căn cứ vào mệnh giá trái phiếu khi phát hành..

Căn cứ vào cơ chế xác định lãi suất trái phiếu gồm các loại:

+ Trái phiếu có lãi suất cố định: lãi suất sẽ không đổi trong suốt thời hạn trái phiếu, là mức lãi suất được công bố khi phát hành áp dụng trong các định kỳ tính lãi thanh toán.

+ Trái phiếu lãi kép: loại trái phiếu này được bán theo mệnh giá, không được trả lãi trong suốt thời hạn của trái phiếu mà vào thời điểm đáo hạn, người sở hữu trái phiếu được trả khoản tiền bằng tiền gốc cộng với khoản lãi tích lũy trong suốt thời hạn của trái phiếu và được tính theo nguyên tắc lãi kép bán niên.

$$T = MG \times (1 + Ls)^n$$

T: tổng số tiền được thanh toán (gốc, lãi)

MG: mệnh giá trái phiếu

Ls: lãi suất

n: kỳ hạn

+ Trái phiếu có lãi suất thả nổi: đây là loại trái phiếu mà lãi suất được điều chỉnh theo từng thời kỳ. Những trái phiếu loại này không có lãi suất ấn định, lợi tức của trái phiếu được điều chỉnh theo lãi suất thị trường hiện thời. Với đặc tính trên trái phiếu có lãi suất thả nổi trở thành phương tiện đầu tư hấp dẫn đối với những nhà đầu tư tự tin rằng lãi suất sẽ tiếp tục tăng lên. Công thức điều chỉnh lãi suất đối với hầu hết trái phiếu điều dựa vào lãi suất trái phiếu Kho bạc ngắn hạn bán ra trên thị trường.

Các loại trái phiếu thu nhập

Căn cứ vào mục đích phát hành, trái phiếu gồm:

+ Trái phiếu doanh thu ngành điện: do các công ty kinh doanh ngành điện phát hành để tài trợ cho các công trình đầu tư cải tạo, mở rộng cung cấp điện. Trái

phiếu doanh thu loại này được bảo đảm bằng doanh thu của cơ quan phát hành.

+ Trái phiếu doanh thu nhà đất: để đáp ứng nhu cầu về nhà ở cho cộng đồng dân cư trong quá trình đô thị hóa, chính quyền địa phương phát hành trái phiếu doanh thu nhà đất để tài trợ cho các dự án xây dựng các khu nhà ở và cho thuê. Những trái phiếu này được đảm bảo bằng doanh thu bán nhà hoặc tiền thuê.

+ Trái phiếu doanh thu bệnh viện: được phát hành để tài trợ cho việc xây dựng và vận hành các bệnh viện. Đây là những trái phiếu được đảm bảo bằng doanh thu của bệnh viện.

+ Trái phiếu hệ thống cấp thoát nước: những trái phiếu này được phát hành để tài trợ cho những dự án cấp thoát nước cho dân cư và các khu công nghiệp trong khu vực đô thị. Trái phiếu này được đảm bảo bằng doanh thu của dự án.

+ Trái phiếu doanh thu công nghiệp: mang tính chất là trái phiếu công ty, tuy nhiên, đây là những trái phiếu ra đời giống như trái phiếu chính quyền địa phương. Những trái phiếu này được phát hành để tài trợ cho việc xây dựng và vận hành những cơ sở công nghiệp, những khu công nghiệp xử lý ô nhiễm. Các công ty sử dụng phương thức tài trợ này để xây dựng những trung tâm hội nghị, sân bay, xử lý ô nhiễm, hệ thống cống rãnh ở những khu kinh tế đình trệ.

Căn cứ vào cơ chế xác định lãi suất trái phiếu gồm các loại, trái phiếu có các loại giống như trái phiếu nợ chung.

Phụ lục 2: Những tiêu chuẩn về công khai hoá thông tin

Tiêu chuẩn về kế toán:

Không ghi các nguồn thu ngoại lệ không thường xuyên vào nguồn thu nhập thường xuyên;

- + Phân biệt ngân sách thường xuyên và ngân sách đầu tư;
- + Không xem nguồn vay mới là nguồn thu nhập để cân bằng ngân sách;
- + Tiến hành kiểm toán độc lập báo cáo kế toán;

Tiêu chuẩn về ngân sách

+ Ngân sách địa phương phải cân đối theo nguyên tắc tổng các khoản thu không hoàn trả phải lớn hơn hoặc tối thiểu bằng các khoản chi không thu hồi và phải dành phần lớn nguồn thặng dư cho đầu tư phát triển;

+ Xây dựng ngân sách địa phương cân đối ổn định và bền vững bằng nguồn tài trợ của ngân sách Trung ương hoặc từ nguồn lực chính của địa phương;

- + Thiết lập quy trình phân bổ ngân sách minh bạch và có thể dự đoán được;
- + Áp dụng rõ ràng chính sách quản lý nợ địa phương chặt chẽ;
- + Lập kế hoạch ngân sách dựa trên khuôn khổ chi tiêu trung hạn;

Tiêu chuẩn công khai hóa thông tin về các khoản mục như:

- + Cơ sở nguồn lực của địa phương;
- + Nguồn trợ cấp thuần từ vánh quyền trung ương;
- + Nguyên tắc phân chia các nguồn thu phân chia giữa NSTW và NSDP;
- + Các dịch vụ công cộng thuộc trách nhiệm địa phương;
- + Danh mục cách dự án đầu tư đã được thông qua;
- + Các khoản thu nhập thường xuyên đối lại với không thường xuyên
- + Các khoản nợ hiện hữu và đặc tính của chúng;

Phụ lục 3:

Văn bản pháp lý do Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước ban hành hướng dẫn thi hành Nghị định 01/2000/NĐ-CP

+ Thông tư 58/200/TT-BTC ngày 16/6/2000 Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện một số điểm của Nghị định 01/2000.

+ Thông tư 55//2000/TT-BTC ngày 9/6/2000 của Bộ Tài chính hướng dẫn việc đấu thầu trái phiếu Chính phủ qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung.

+ Thông tư 68/2000/TT-BTC ngày 13/7/2000 của Bộ Tài chính hướng dẫn chi tiết một số điểm về bảo lãnh và đại lý phát hành trái phiếu Chính phủ.

+ Quyết định 59/2000/QĐ-UBCK ngày 12/7/2000 của chủ tịch Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước về việc ban hành quy chế đấu thầu trái phiếu Chính phủ qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung.

+ Quyết định 04/2000/QĐ-UBCK ngày 27/3/1999 của Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước về ban hành quy chế thành viên, niêm yết, công bố thông tin và giao dịch chứng khoán.

+ Thông tư 13/2002/TT-BTC ngày 5/2/2002 của Bộ Tài chính hướng dẫn sửa đổi bổ sung

+ Thông tư 68/2000/TT-BTC hướng dẫn chi tiết một số điểm về bảo lãnh và đại lý phát hành trái phiếu Chính phủ.

Nghị định 141/2003/NĐ-CP:

+ Quyết định 111/2004/QĐ-NHNN Ngân hàng Nhà nước ngày 2/2/2003 về ban hành quy chế đấu thầu trái phiếu Chính phủ bằng ngoại tệ qua Ngân hàng Nhà nước.

+ Thông tư 21/2004/TT-BTC ngày 24/3/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn

việc đấu thầu trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu Chính quyền địa phương qua thị trường giao dịch chứng khoán.

+ Thông tư 32/2004/TT-BTC ngày 12/4/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn việc phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu Chính quyền địa phương qua hệ thống Kho bạc Nhà nước.

+ Thông tư 29/2004/TT-BTC ngày 6/4/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn bảo lãnh phát hành và đấu thầu phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu Chính quyền địa phương.

+ Quyết định số 935/2004/QĐ(-NHNN ngày 23/7/2004 về việc ban hành quy chế đấu thầu trái phiếu Chính phủ qua Ngân hàng Nhà nước thay thế cho các Quyết định 53/2001/QĐ-NHNN ngày 17/1/2001; Quyết định 111/2004 ngày 2/2/2003.

**Phụ lục 4: Tình hình phát hành trái phiếu đô thị TP. HCM qua các năm
Tình hình triển khai các đợt phát hành trái phiếu năm 2003**

Đợt 1: Phát hành trong 2 tháng 9, 10 thông qua phương thức đại lý phát hành và bảo lãnh phát hành:

- Trái phiếu có kỳ hạn 2 năm và 5 năm, bán cho các tổ chức tài chính, tín dụng:
 - + Qua hình thức bảo lãnh : 600 tỷ đồng
 - + Phát hành qua đại lý: 900 tỷ đồng
- Phát hành rộng rãi bán lẻ cho công chúng triển khai trên 170 điểm bán lẻ trên cả nước. Kết quả phát hành được 250 tỷ đồng.

Đợt 2: Phát hành thông qua đấu thầu tại Trung tâm giao dịch chính khoán Tp. Hồ Chí Minh ngày 9/12/2003.

- Khối lượng trái phiếu gọi thầu là 250 tỷ đồng, kết quả: có 7 thành viên tham gia đấu thầu; lãi suất trúng thầu 8,35%/năm (lãi suất gọi thầu là 8,35%/năm) với khối lượng trúng thầu là 250 tỷ đồng cho 4 đơn vị.

Tình hình triển khai các đợt phát hành trái phiếu năm 2004

Đợt 1: Hình thức bảo lãnh phát hành, trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, ngày phát hành 30/7/2004.

- Lãi suất phát hành được UBND Thành phố quy định 8,52%, thanh toán lãi định kỳ 6 tháng (tương đương 8,7%/năm).
- Kết quả phát hành đợt 1 có 6 đơn vị tham gia (3 ngân hàng, 3 công ty chứng khoán) ký kết hợp đồng bảo lãnh phát hành. Tổng khối lượng phát hành là 875 tỷ đồng, đạt 87,5% so với chỉ tiêu kế hoạch là 100 tỷ đồng

Đợt 2: Phát hành loại trái phiếu đô thị kỳ hạn 5 năm, thông qua đấu thầu tại

Trung tâm giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh ngày 17/8/2003.

- Khối lượng trái phiếu gọi thầu là 125 tỷ đồng. Kết quả: có 2 thành viên tham gia đấu thầu; lãi suất trúng thầu 8,52%/năm (lãi suất gọi thầu là 8,52%/năm) thanh toán lãi 6 tháng lần, khối lượng trúng thầu là 125 tỷ đồng cho 2 đơn vị.

Đợt 3: Hình thức bảo lãnh phát hành, trái phiếu có kỳ hạn 10 năm, ngày phát hành 27/9/2004.

- Lãi suất 9,0%/năm, lãi được thanh toán định kỳ hàng năm.
- Kết quả bán trái phiếu đô thị: có 1 đơn vị ký kết hợp đồng bảo lãnh phát hành. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành là 400 tỷ đồng.

Đợt 4: Hình thức bảo lãnh phát hành, trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, ngày phát hành 30/11/2004.

- Lãi suất 8,7%/năm, lãi được thanh toán định kỳ hàng năm.
- Kết quả bán trái phiếu đô thị: có 2 đơn vị ký kết hợp đồng bảo lãnh phát hành. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành là 250 tỷ đồng.

Đợt 5: Hình thức bảo lãnh phát hành, trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, ngày phát hành 15/12/2004.

- Lãi suất 8,7%/năm, lãi được thanh toán định kỳ hàng năm.
- Kết quả bán trái phiếu đô thị: có 1 đơn vị ký kết hợp đồng bảo lãnh phát hành. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành là 200 tỷ đồng.

Đợt 6: Hình thức bảo lãnh phát hành, trái phiếu có kỳ hạn 10 năm, ngày phát hành 24/12/2004.

- Lãi suất 8,7%/năm, lãi được thanh toán định kỳ hàng năm.
- Kết quả bán trái phiếu đô thị: có 1 đơn vị ký kết hợp đồng bảo lãnh phát hành. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành là 150 tỷ đồng.

Tình hình triển khai các đợt phát hành trái phiếu năm 2005

Đợt 1: Hình thức bảo lãnh phát hành ngày phát hành 29/7/2005.

- Lãi suất phát hành:

+ Loại kỳ hạn 5 năm là 8,9%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

+ Loại kỳ hạn 15 năm là 9,4%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

- Kết quả phát hành

Tổng khối lượng phát hành là 181 tỷ đồng, cụ thể như sau:

+ Loại kỳ hạn 5 năm đạt 130 tỷ đồng

+ Loại kỳ hạn 15 năm đạt 51 tỷ đồng

Đợt 2: Hình thức bảo lãnh phát hành ngày phát hành 31/8/2005.

- Lãi suất phát hành:

+ Loại kỳ hạn 5 năm là 8,95%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

+ Loại kỳ hạn 15 năm là 9,45%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

- Kết quả phát hành

Tổng khối lượng phát hành là 65 tỷ đồng, cụ thể như sau:

+ Loại kỳ hạn 5 năm đạt 53 tỷ đồng

+ Loại kỳ hạn 15 năm đạt 12 tỷ đồng

Đợt 3: Hình thức bảo lãnh phát hành ngày phát hành 20/9/2005.

- Lãi suất phát hành:

+ Loại kỳ hạn 5 năm là 9,05%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

+ Loại kỳ hạn 15 năm là 9,55%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

- Kết quả phát hành

Tổng khối lượng phát hành là 567 tỷ đồng, cụ thể như sau:

+ Loại kỳ hạn 5 năm đạt 50 tỷ đồng

+ Loại kỳ hạn 15 năm đạt 517 tỷ đồng

Đợt 4: Hình thức bảo lãnh phát hành ngày phát hành 30/9/2005.

- Lãi suất phát hành:

+ Loại kỳ hạn 5 năm là 9,05%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

+ Loại kỳ hạn 15 năm là 9,55%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

- Kết quả phát hành

Tổng khối lượng phát hành là 147 tỷ đồng, cụ thể như sau:

+ Loại kỳ hạn 5 năm đạt 97 tỷ đồng

+ Loại kỳ hạn 15 năm đạt 50 tỷ đồng

Đợt 5: Hình thức bảo lãnh phát hành ngày phát hành 17/10/2005.

- Lãi suất phát hành:

+ Loại kỳ hạn 5 năm là 9,05%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

+ Loại kỳ hạn 15 năm là 9,55%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

- Kết quả phát hành: Tổng khối lượng phát hành là 30 tỷ đồng, cụ thể như sau:

+ Loại kỳ hạn 5 năm đạt 20 tỷ đồng

+ Loại kỳ hạn 15 năm đạt 10 tỷ đồng

Đợt 6: Hình thức bảo lãnh phát hành ngày phát hành 15/11/2005.

- Lãi suất phát hành:

+ Loại kỳ hạn 5 năm là 9,10%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

+ Loại kỳ hạn 15 năm là 9,60%/năm, lãi thanh toán sau định kỳ hàng năm

- Kết quả phát hành: Tổng khối lượng phát hành là 310 tỷ đồng, cụ thể:

+ Loại kỳ hạn 5 năm đạt 250 tỷ đồng

+ Loại kỳ hạn 15 năm đạt 60 tỷ đồng

Nguồn: Quỹ đầu tư phát triển đô thị Thành phố Hồ Chí Minh

Phụ lục 5: Tình hình thu chi ngân sách địa phương 1993-2001 Đơn vị: Tỷ NDT

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Thu ngân sách địa phương	3391,44	2311,6	2985,58	3746,92	4424,22	4983,95	5594,87	6393,97	7793
Tốc độ tăng (%)		-31,84	29,16	25,50	18,08	12,65	12,26	14,28	21,88
Tỷ lệ trong tổng thu NS quốc gia	78	44,3	47,8	50,6	51,1	50,5	48,9	47,78	47,6
Chi ngân sách địa phương	3330,24	4038,19	4828,33	5786,28	6701,06	7672,58	9035,34	10365,1	13090
Tốc độ tăng (%)		21,26	19,57	19,84	15,81	14,50	17,76	14,72	26,29
Tỷ lệ trong tổng chi NS quốc gia	71,7	69,7	70,8	72,9	72,6	71,1	68,5	65,27	69,47
Chênh lệch thu chi ngân sách địa phương	61,2	-1726,6	-1842,8	-2039,4	-2276,8	-2688,6	-3440,5	-3971,1	-5297

Nguồn: Niên giám thống kê Trung Quốc 2000,2001, báo cáo quyết toán ngân sách 2001,2002.

Phụ lục 6: Tốc độ tăng trưởng kinh tế 1991-2005 theo cơ cấu

Năm	Tốc độ tăng				Cơ cấu (%)			
	Tổng số	Chia ra			Tổng số	Chia ra		
		Nông Lâm Thủy sản	Công nghiệp Xây dựng	Dịch vụ		Nông Lâm Thủy sản	Công nghiệp Xây dựng	Dịch vụ
1991	5,81	2,18	7,71	7,38	100	40,49	23,79	35,72
1992	8,70	6,88	12,79	7,58	100	33,94	27,26	38,80
1993	8,08	3,28	12,62	8,64	100	29,87	28,90	41,23
1994	8,83	3,37	13,39	9,56	100	27,43	28,87	43,70
1995	9,54	4,80	13,60	9,83	100	27,18	28,76	44,06
1996	9,34	4,40	14,46	8,80	100	27,76	29,73	42,51
1997	8,15	4,33	12,62	7,14	100	25,77	29,73	42,15
1998	5,76	3,53	8,33	5,08	100	25,78	32,49	41,73
1999	4,77	5,23	9,68	2,25	100	25,43	34,49	40,08
2000	6,79	4,63	10,07	5,32	100	24,53	36,73	38,74
2001	6,84	2,98	10,39	6,10	100	23,25	38,12	38,63
2002	7,04	4,06	9,44	6,54	100	23,09	38,45	38,48
2003	7,24	3,20	10,34	6,57	100	21,80	39,95	38,23
2004	7,69	3,50	10,20	7,47	100	21,76	40,09	38,15
2005	8,43	4,00	10,68	8,48	100	21,02	41,97	38,01
2006*	8,17	3,40	10,37	8,29	100	20,40	41,52	38,08

Nguồn :Niên giám thống kê, Thời báo kinh tế Việt Nam; () Ước*

Phụ lục 7: Cơ cấu vốn đầu tư phát triển vào các vùng kinh tế trọng điểm 1995-1999

Cả nước 100%	Vùng kinh tế trọng điểm		
	Bắc Bộ	Miền Trung	Phía Nam
Tổng vốn đầu tư	17,4	3,9	40,3
1. Nông lâm nghiệp	9,5	4,4	13,1
- Riêng nông nghiệp	10,1	4,1	11,1
2. Công nghiệp xây dựng	10,0	4,2	45,9
- Công nghiệp	18,6	4,1	46,6
- Xây dựng	25,3	5,2	39,4
3. Dịch vụ	17,3	3,7	40,0
- Giao thông	20,3	3,7	37,8
- Giáo dục đào tạo	34,9	3,6	25,2

Nguồn: Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư

Phụ lục 8: Dự toán thu ngân sách địa phương năm 2002 ở một số tỉnh, thành phố lớn của Việt nam

Đơn vị: triệu đồng

Tỉnh, thành phố	Tổng thu NSNN trên địa bàn	Tỷ lệ phân chia các nguồn thu cho NSDP (%)	Số bổ sung từ NSTW	Tổng số chi NSDP
Hà Nội	17.059.320	30	501.950	3.188.420
Hải Phòng	4.895.000	100	314.890	1.316.180
Tp. Hồ Chí Minh	33.438.100	24	348.720	5.137.430
Đà Nẵng	1.796.000	100	135.630	751.700
Bà Rịa-Vũng Tàu	26.907.000	48	67.730	1.111.430
Đồng Nai	2.941.000	53	153.700	1.207.000
Bình Dương	1.520.000	52	93.000	691.880

Nguồn: Bộ Tài chính

Phụ lục 9: Quyết toán Ngân sách địa phương năm 2000 ở một số tỉnh, thành phố lớn

Đơn vị: triệu đồng

Tỉnh, thành phố	Tổng thu NSNN trên địa bàn	Tỷ lệ phân chia các nguồn thu cho NSDP (%)	Số bổ sung từ NSTW	Tổng số chi NSDP
Hà Nội	12.647.182	30	514.177	2.793.555
Hải Phòng	3.820.328	100	293.233	1.015.773
Tp. Hồ Chí Minh	24.789.158	24	345.941	4.603.499
Đà Nẵng	1.370.475	100	235.808	714.504
Bà Rịa-Vũng Tàu	4.450.918	48	422.138	967.486
Đồng Nai	2.281.568	53	106.617	1.056.078
Bình Dương	1.114.776	52	61.008	637.661

Nguồn: Bộ Tài chính

Phụ lục 10: Tỷ lệ thu thực tế so với dự toán NSNN (1997-2003)

Thu thực tế so với dự toán (%)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	96,3	98,6	102,1	108,9	107,9	106,5	107,1	111,8	115,5	110,2

Nguồn: Bộ Tài chính

Phụ lục 11: Tình hình đấu thầu trái phiếu chính phủ qua TTGDCK năm 2004

Đợt	Kỳ hạn năm	Khối lượng trái phiếu đấu thầu (tỷ)	Thành viên dự thầu	Đăng ký dự thầu (tỷ)	Trúng thầu (tỷ)	Lãi suất (%/năm)
1	5	100	4	225	100	8,35
	15	150	2	120	115	9,40
2	5	300	6	510,7	180,7	8,40
	15	150	2	132	132	9,40
3	2	200	2	175	100	7,70
4	15	200	3	160	110	9,40
	5	200	1	50	50	8,40
5	5	200	1	50	50	8,45
	15	200	1	100	100	9,40
6	15	200	0	0	0	0
7	15	200	1	0	0	0
8	15	200	0	0	0	0
9	5	200	3	420	55	8,40
10	5	200	1	100	20	8,40
11	5	200	3	100	100	8,45
	15	100	1	100	100	9,00
12	5	200	2	60	60	8,45
	15	100	0	0	0	0
13	5	200	2	100	60	8,45
14	5	200	1	100	50	8,45
	15	100	3	0	0	0
Tỷ lệ trái phiếu trúng thầu bình quân trái phiếu kỳ hạn 5 năm là 40,31%						
Tỷ lệ trái phiếu trúng thầu bình quân trái phiếu kỳ hạn 15 năm là 33,875%						

Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM

Phụ lục 12: Tăng trưởng kinh tế qua các năm từ 1990 đến 2005

Năm	Tốc độ tăng GDP tính theo giá so sánh (%)	Năm	Tốc độ tăng GDP tính theo giá so sánh (%)
1991	6,81	1999	4,77
1992	8,70	2000	6,79
1993	8,09	2001	6,89
1994	8,83	2002	7,04
1995	9,54	2003	7,24
1996	9,34	2004	7,5
1997	8,15	2005	8,43
1998	5,76	2006	8,17

Nguồn: Niên giám thống kê, Thời báo kinh tế Việt nam

Phụ lục 13: GDP bình quân đầu người tính bằng USD theo tỷ giá thực tế từ năm 2000 đến 2005

Năm	GDP theo giá thực tế (tỷ VND)	Tỷ giá VND/USD	GDP tính bằng USD theo giá thực tế (triệu USD)	Dân số trung bình (nghìn người)	GDP tính bằng USD bình quân người (USD/người)
2000	441.646	14.146	31.335,7	77.635,4	403,6
2001	481.295	14.815	32.685,6	78.685,8	415,4
2002	535.762	15.272	35.224,3	79.727,4	444,6
2003	613.443	15.414	39.623,0	80.902,4	489,9
2004	713.071	15.676	45.372,2	82.069,8	552,9
2005	837.858	15.817	52.972,0	83.122	637,3
2006*	973.791	15.964	60.999,9	84.108	725,3

Nguồn: Niên giám thống kê () Ước*

Phụ lục 14: Mức tích lũy hàng năm từ 2000 đến 2005

Năm	Giá thực tế		Giá so sánh năm 1994	
	Nghìn tỷ đồng	Tỷ lệ so với GDP(%)	Nghìn tỷ đồng	Tỷ lệ so với GDP(%)
2000	130,771	29,6	83,5	10,1
2001	150,033	31,2	92,5	10,8
2002	177,983	33,2	102,3	10,6
2003	2217,434	35,4	116,0	14,0
2004	254,686	35,6	-	-
2005	297,500	35,5	-	-
2006	345.696	35,5	-	-

Nguồn: Niên giám thống kê-Thời báo kinh tế Việt nam

Phụ lục 15: Mức tích lũy so với GDP của các nước ASEAN (%) từ năm 1990

Tên nước	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
Việt Nam	14,4	27,1	29,1	27,6	29,6	31,2	32,1
Campuchia	8,3	15,0	11,2	18,5	15,9	23,3	21,8
Indonesia	30,7	31,9	16,7	11,3	16,1	17,4	14,3
Malaysia	32,3	43,7	26,6	22,4	27,1	23,8	24,4
Myanmar	13,4	14,3	12,4	13,5	12,5	11,4	-
Philippines	24,1	22,4	20,3	18,8	21,2	20,6	19,3
Thái Lan	41,4	42,1	20,5	20,5	22,8	23,9	23,8
Singapore	36,4	34,1	32,3	32,4	32,3	24,2	20,6

Nguồn: Tạp chí kinh tế thế giới

Phụ lục 16: Tình hình biến động giá vàng, ngoại tệ USD, và chỉ số lạm phát qua các năm

Năm	Tốc độ tăng giá vàng (%)	Tốc độ tăng giá USD (%)	Lạm phát (%)
1991	88,7	-	67,4
1992	31,3	-	17,5
1993	7,4	-	5,3
1994	8,0	-	14,4
1995	-3,0	-	12,7
1996	2,5	-	4,5
1997	-6,6	14,2	3,6
1998	0,7	9,6	9,0
1999	-0,2	1,1	6,8
2000	-1,7	3,4	-0,6
2001	5,0	3,8	-0,2
2002	19,4	2,1	4,0
2003	26,6	2,2	3,0
2004	11,7	0,4	9,5
2005	11,3	0,9	8,4
2006	27,2	1,0	6,6

Nguồn: Thời báo kinh tế Việt Nam 2006-2007

Phụ lục 17: Mức phụ thuộc của NSDP vào NSTW phân chia theo vùng lãnh thổ năm 2003

Khu vực	Tự chủ (%)	Phụ thuộc (%)
Miền núi phía Bắc	0,15	0,85
Đồng bằng Bắc bộ	0,29	0,71
Bắc trung bộ	0,19	0,81
Nam trung bộ	0,29	0,71
Tây nguyên	0,25	0,75
Đông nam bộ	0,54	0,46
Đồng bằng nam bộ	0,45	0,55

Nguồn: Tạp chí kinh tế thế giới

Phụ lục 18: Kết quả niêm yết trái phiếu thời kỳ 2000-2004

Năm		Trái phiếu Chính phủ	Trái phiếu công ty	Tổng cộng
2000	Số lượng	3	2	5
	Khối lượng	11.000.000	1.577.050	12.577.050
	Giá trị(1.000đ)	1.100.000.000	157.705.000	1.257.705.000
2001	Số lượng	13		13
	Khối lượng	16.316.330		16.316.330
	Giá trị(1.000đ)	1.631.633.000		1.631.633.000
2002	Số lượng	23		23
	Khối lượng	13.820.000		13.820.000
	Giá trị(1.000đ)	1.382.000.000		1.382.000.000
2003	Số lượng	61		61
	Khối lượng	75.530.000		75.530.000
	Giá trị(1.000đ)	7.553.000.000		7.553.000.000
2004	Số lượng	104		104
	Khối lượng	118.817.000		118.817.000
	Giá trị(1.000đ)	11.881.700.000		11.881.700.000
Lũy kế đến hết 2004	Số lượng	204	2	206
	Khối lượng	235.483.330	1.577.050	237.060.380
	Giá trị(1.000đ)	23.548.333.000	157.705.000	23.706.038.000

Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán

Phụ lục 19: Giá trị giao dịch trái phiếu ở TTGDCK Tp. HCM (2000- 2004)

Năm	Giao dịch khớp lệnh		Giao dịch thỏa thuận		Tổng cộng	
	Khối lượng	Giá trị (triệu đồng)	Khối lượng	Giá trị (triệu đồng)	Khối lượng	Giá trị (triệu đồng)
2000	21.790	2.143	0	0	21.790	2.143
2001	81.730	7.804	612.000	62.898	693.730	70.702
2002	37.890	3.554	1.254.820	118.008	1.292.710	121.562
2003	48.920	4.575	25.032.920	2.401.724	25.081.840	2.496.299
2004	53.520	5.290	171.625.712	17.877.992	171.679.232	17.883.282

Nguồn: Thời báo kinh tế và đầu tư chứng khoán

Phụ lục 20: Xác định nhu cầu vốn đầu tư giai đoạn 2006-2010

Năm	Tỷ lệ tăng trưởng	GDP (tỷ USD)	Vốn đầu tư tính 30% GDP (tỷ USD)	Vốn đầu tư tính 35% GDP (tỷ USD)
2005	0,080	52,9710	-	-
2006	0,077	57,0498	17,115	19,967
2007	0,077	61,4426	18,433	21,505
2008	0,077	66,1737	19,852	23,161
2009	0,078	71,3352	21,401	24,967
2010	0,078	76,8994	23,070	26,915
Cộng		385,8717	99,871	116,515

Nguồn: Dựa trên cơ sở số liệu thống kê, tỷ giá VND/USD là 15.780, tác giả tổng hợp và tính toán, với hệ số đầu tư ICOR là 4,5.

**Phụ lục 21: Vốn đầu tư khu vực kinh tế Nhà nước phân theo ngành kinh tế
1995-2005**

Đơn vị tính: tỷ đồng

	2000	2001	2002	2003	2004	2006-2010*
Tổng số	89.417,5	101.973,0	112.237,6	125.127,6	147.500,0	1.325.268
Điện, nước	15.765,9	15.873,4	19.638,8	20.415,0	24.400,0	241.317
Kho bãi, vận tải, thông tin liên lạc	18.724,2	21.356,1	25.800,1	26.316,3	32.400,0	320.438
Giáo dục đào tạo	5.709,5	5.434,1	4.332,4	5.535,2	6.500,0	128.570
Y tế	2.168,8	2.341,1	2.425,3	3.129,7	3.700,0	64.285
Tỷ lệ (%)	47,38	44,13	46,50	44,27	45,42	50,00

Nguồn: Số liệu tổng cục thống kê, tác giả tổng hợp và tính toán (* ước tính)

**Phụ lục 22: Vốn đầu tư khu vực kinh tế Nhà nước phân theo nguồn từ năm
1991 đến 2005**

Đơn vị tính: %

Chỉ tiêu	1991-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tỷ trọng vốn ĐT/GDP	32,9	35,4	37,2	37,8	38,6	39,5	41,0
Vốn Nhà nước/tổng vốn ĐT	46,65	58,8	56,3	54,0	53,6	53,1	50,06
Vốn ngoài Nhà nước/tổng vốn ĐT	30,05	22,6	26,2	29,7	30,9	32,4	33,64
Vốn nước ngoài/tổng vốn đầu tư	23,3	17,6	17,5	16,3	15,5	14,5	16,3

Nguồn: Tạp chí tài chính số 12/2005

Phụ lục 23: Tình hình phát triển công ty đầu tư hạ tầng kỹ thuật Tp. HCM

	2003	2004	2005-2007
Vốn (tỷ đồng)	300		400
Số cổ đông	32 pháp nhân; 719 thể nhân		Niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán
Đầu tư	Khai thác 2 tuyến đường Điện Biên Phủ và Hùng Vương trong 9 năm.	Những dự án góp vốn lớn: - Xây dựng cơ sở hạ tầng KCN Tân Phú - Công ty CP Phú Mỹ xây cầu Phú Mỹ 1.806 tỷ đồng. - Công ty CP BOO nước Thủ Đức với mức vốn đầu tư 1.487,24 tỷ đồng.	- Dự án cầu Bình Triệu 2

Nguồn: Báo Sài Gòn giải phóng ngày 5.4.2005