

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

TRỊNH MAI VÂN

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM

Chuyên ngành : KINH TẾ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

Mã số : 62.31.12.01

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: PGS.TS. TRẦN ĐĂNG KHÂM

TS. NGUYỄN SƠN

HÀ NỘI - 2010

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan, đây là công trình nghiên cứu khoa học độc lập được thực hiện trong quá trình học tập và nghiên cứu. Các số liệu trong luận án là trung thực, có nguồn gốc cụ thể và rõ ràng. Nếu có sai sót, tôi xin chịu hoàn toàn trách nhiệm trước pháp luật.

Nghiên cứu sinh

Trịnh Mai Vân

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT	iv
DANH MỤC CÁC BẢNG	v
DANH MỤC BIỂU ĐỒ	vi
LỜI MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	7
1.1. KHÁI QUÁT VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	7
1.1.1. Tổng quan về trái phiếu	7
1.1.2. Thị trường trái phiếu.....	22
1.2. HOẠT ĐỘNG CƠ BẢN TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	38
1.2.1. Hoạt động phát hành trái phiếu	38
1.2.2. Hoạt động giao dịch trái phiếu	41
1.2.3. Phát triển thị trường trái phiếu và một số tiêu chí đánh giá	43
1.3. CÁC ĐIỀU KIỆN PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	46
1.3.1. Điều kiện vĩ mô	46
1.3.2. Điều kiện vi mô	49
1.4. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU HÀN QUỐC VÀ NHỮNG KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM	51
1.4.1. Khái quát về thị trường trái phiếu Hàn Quốc	51
1.4.2. Sự hình thành và phát triển của thị trường trái phiếu Hàn Quốc	53
1.4.3. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam	63
CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM	65
2.1. KHÁI QUÁT QUÁ TRÌNH PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM	65
2.1.1. Tổng quan kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000 – 2009	65
2.1.2. Lịch sử hình thành và phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam.....	66

2.2. THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM.....	71
2.2.1. Thực trạng phát hành trái phiếu từ 2000 đến 2009	72
2.2.2. Thực trạng giao dịch trái phiếu Việt Nam từ 2000 đến 2009.....	94
2.2.3. Hoạt động giao dịch trái phiếu của các trung gian tài chính	105
2.2.4. Thực trạng hoạt động của Trung tâm Lưu ký chứng khoán.....	107
2.2.5. Hoạt động của Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam	108
2.2.6. Thực trạng tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam hiện nay.....	109
2.3. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở	
VIỆT NAM.....	111
2.3.1. Thành công	111
2.3.2. Hạn chế và nguyên nhân.....	114
CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở	
VIỆT NAM	122
3.1. CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC CỦA VIỆT NAM TRONG PHÁT TRIỂN	
KINH TẾ - XÃ HỘI GIAI ĐOẠN TỚI.....	122
3.1.1. Bối cảnh quốc tế và trong nước.....	122
3.1.2. Cơ hội và thách thức trong phát triển kinh tế - xã hội của Việt Nam	
giai đoạn tới	124
3.2. QUAN ĐIỂM ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI	
PHIẾU VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2020	131
3.2.1. Thị trường vốn tầm nhìn đến năm 2020	131
3.2.2. Quan điểm, định hướng phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam...	131
3.3. GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM	
ĐẾN 2020	137
3.3.1. Nhóm giải pháp vĩ mô	137
3.3.2. Nhóm giải pháp vi mô	157
KẾT LUẬN	173
CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ	174
TÀI LIỆU THAM KHẢO	175
PHỤ LỤC	181

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

BTC	Bộ Tài chính
CTCK	Công ty chứng khoán
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
ĐMTN	Định mức tín nhiệm
ĐTNN	Đầu tư nước ngoài
KBNN	Kho bạc Nhà nước
NĐT	Nhà đầu tư
NHPT	Ngân hàng Phát triển
NHTM	Ngân hàng thương mại
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NSNN	Ngân sách Nhà nước
OTC	Thị trường chứng khoán phi tập trung (Over the Counter)
SGDCK TP.HCM	Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
TCT	Tổng công ty
TPCP	Trái phiếu Chính Phủ
TPDCPBL	Trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh
TPCQĐP	Trái phiếu chính quyền địa phương
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
TPDN	Trái phiếu doanh nghiệp
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTLK	Trung tâm lưu ký
SGDCK HN	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
TTTC	Thị trường tài chính
TTTP	Thị trường trái phiếu
UBCKNN	Ủy ban chứng khoán Nhà nước
USD	Đô la Mỹ
VND	Đồng Việt Nam
WTO	Tổ chức Thương mại Thế giới (World Trade Organization)

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1: Một số chỉ tiêu kinh tế giai đoạn 2000-2009	65
Bảng 2.2: Kết quả huy động trái phiếu Kho bạc bằng hình thức bán lẻ giai đoạn 2000 – 2006	73
Bảng 2.3: Một số mức lãi suất đấu thầu trái phiếu 2 năm, 3 năm và 5 năm trên Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội năm 2008	79
Bảng 2.4: Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương.....	86
Bảng 2.5: Giá trị phát hành trái phiếu đô thị TP.HCM 2003-2007	86
Bảng 2.6: Lãi suất phát hành TPDN và trái phiếu Chính Phủ.....	92
Bảng 2.7: Giá trị TPDN phát hành từ năm 2006 - 2008.....	93
Bảng 2.8: Biên độ dao động giá trái phiếu	97
Bảng 2.9: Tình hình giao dịch trái phiếu tại SGDCK TP.HCM từ 2000 đến 2004	97
Bảng 2.10: Tình hình giao dịch trái phiếu trên HNX năm 2009	100
Bảng 2.11: Thị trường trái phiếu niêm yết trên HNX từ 24/9/2009 đến 31/12/2009	102
Bảng 2.12: Giá trị giao dịch trái phiếu năm 2000 – 2009	103
Bảng 3.1: Thay đổi GDP và Bội chi ngân sách.....	144
Bảng 3.2: Tình hình thu – chi và BCNS Việt Nam 1995 - 2008.....	144
Bảng 3.3: Dự báo một số chỉ tiêu về GDP của Việt Nam đến 2020	147

DANH MỤC BIỂU ĐỒ,

Sơ đồ 1.1: Thị trường tài chính.....	23
Biểu đồ 1.1: Các dạng đường cong lãi suất	18
Biểu đồ 1.2: Tỷ lệ giá trị trái phiếu lưu hành năm 2008 so với GDP của Hàn Quốc và một số nước trong khu vực	52
Biểu đồ 1.3: Tỷ lệ TPDN có bảo đảm và không bảo đảm trước năm 1997	54
Biểu đồ 1.4: Tỷ lệ tham gia bảo lãnh phát hành TPDN tại Hàn Quốc từ 1980 - 1997 ...	54
Biểu đồ 1.5: Cơ cấu trái phiếu CP và DN lưu hành ở Hàn Quốc so với GDP (%) .	57
Biểu đồ 1.6: Cơ cấu TPCP của Hàn Quốc theo kỳ hạn (%).....	59
Biểu đồ 1.7: Lãi suất chuẩn trái phiếu Hàn Quốc năm 2008.....	60
Biểu đồ 1.8: Tỷ lệ TPDN có đảm bảo và không đảm bảo của Hàn Quốc năm 1998 - 2008	61
Biểu đồ 1.9: Giá trị phát hành trái phiếu Doanh nghiệp của Hàn Quốc từ 1992 – 2008	62
Biểu đồ 2.1: Tỷ lệ giá trị trái phiếu so với GDP của Việt Nam từ 2005 - 2008.....	71
Biểu đồ 2.2: Kết quả đấu thầu trái phiếu Chính Phủ giai đoạn 2000 – 2009	75
Biểu đồ 2.3: Giá trị trái phiếu (<i>tỷ đồng</i>) huy động thông qua hình thức bảo lãnh phát hành giai đoạn 2000 – 2009	81
Biểu đồ 2.4: Giá trị TPCQĐP phát hành từ 2003-2007.....	85
Biểu đồ 2.5: Tỷ lệ giá trị TPDN của một số nước Châu Á so với GDP năm 2008. .	87
Biểu đồ 2.6: Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2000 – 2008.....	89
Biểu đồ 2.7: Cơ cấu kỳ hạn TPCP Việt Nam trên thị trường niêm yết	96
Biểu đồ 2.8: Đường cong lợi suất trái phiếu kỳ hạn 1, 2 và 5 năm (Năm 2008)....	99
Biểu đồ 2.9: Thị phần giao dịch trái phiếu trên HNX năm 2007 và 2008.....	105

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài luận án

Là bộ phận quan trọng của thị trường tài chính, thị trường trái phiếu có vai trò quan trọng trong việc tích tụ, tập trung, phân phối vốn cho nền kinh tế. Quy mô thị trường trái phiếu thường lớn gấp nhiều lần thị trường cổ phiếu. Với mức độ an toàn cao, tính thanh khoản lớn, trái phiếu không chỉ là công cụ huy động vốn quan trọng của Chính Phủ và các doanh nghiệp, mà còn là công cụ đầu tư hấp dẫn của các nhà đầu tư, đặc biệt là của các trung gian tài chính. Phát triển thị trường trái phiếu là điều kiện quan trọng để hoàn thiện và phát triển thị trường tài chính.

Được hình thành sớm hơn so với thị trường cổ phiếu, thông qua thị trường trái phiếu đã giúp cho Chính Phủ và các doanh nghiệp Việt Nam huy động được hàng trăm ngàn tỷ đồng, góp phần quan trọng cho phát triển kinh tế - xã hội của đất nước. Hiện tại, trái phiếu Việt Nam bao gồm: trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu doanh nghiệp. Tính đến năm 2009, tổng giá trị trái phiếu lưu hành trên thị trường Việt Nam là trên 250 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng gần 14 tỷ USD, chiếm khoảng 17% GDP (tại Sở giao dịch chứng khoán có khoảng 500 loại trái phiếu được niêm yết, chủ yếu là TPCP với giá trị niêm yết gần 160 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng trên 64% giá trị toàn thị trường). Tuy nhiên tỷ lệ giá trị trái phiếu so với GDP của Việt Nam vẫn còn thấp so với bình quân các nước trong khu vực (63% GDP). Các trái phiếu của Việt Nam hiện nay phần lớn là các loại trái phiếu Chính Phủ với thời hạn từ 1 – 15 năm, trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm một tỷ lệ còn quá nhỏ (khoảng trên 12%).

Theo đánh giá của các chuyên gia kinh tế, thị trường trái phiếu Việt Nam chưa phát triển, quy mô thị trường nhỏ, chủ yếu là trái phiếu Chính Phủ, tính thanh khoản của trái phiếu thấp, chất lượng trái phiếu không cao. Điều này làm cho trái phiếu chưa trở thành công cụ huy động vốn hiệu quả của các tổ chức và chưa là công cụ đầu tư hấp dẫn của nhà đầu tư.

Nguyên nhân là do sự chưa ổn định trong nền kinh tế vĩ mô ở Việt Nam, trong đó có việc huy động các nguồn lực chưa cân đối, đặc biệt là nguồn lực trong nước,

việc sử dụng nguồn vốn từ trái phiếu Chính Phủ để phục vụ mục đích phát triển kinh tế - xã hội chưa thực sự hiệu quả; các doanh nghiệp còn chưa chú trọng tới kênh huy động vốn qua phát hành trái phiếu để phục vụ cho mục tiêu phát triển sản xuất kinh doanh trung và dài hạn. Đối với bản thân thị trường trái phiếu, mô hình tổ chức của thị trường chưa phù hợp; thị trường thiếu vắng các nhà đầu tư chuyên nghiệp, các tổ chức tạo lập thị trường; việc phát hành trái phiếu còn thiếu tính chuẩn mực và chưa được hoạch định một cách khoa học, chưa có các tổ chức định mức tín nhiệm, chưa xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, các nghiệp vụ phái sinh chưa phát triển....

Phát triển thị trường trái phiếu tại Việt Nam là vấn đề vô cùng quan trọng trong giai đoạn tới. Bởi các lý do sau: Phát triển thị trường nhằm mục tiêu tái cấu trúc và nâng cao hiệu quả của thị trường tài chính nói chung, thị trường chứng khoán nói riêng do chi phí vốn của trái phiếu thấp, tính ổn định cao hơn và rủi ro thấp hơn nhiều với cổ phiếu; Phát triển thị trường trái phiếu là những khuyến nghị của các tổ chức quốc tế, là điều kiện để hội nhập với thị trường trái phiếu quốc tế, đặc biệt là thị trường trái phiếu Châu Á; Thêm vào đó, phát triển thị trường trái phiếu nhằm tăng cường phát triển kinh tế, tái cấu trúc vốn của doanh nghiệp và tái cấu trúc tài sản của các trung gian tài chính.

Mặc dù còn chưa thực sự chuẩn hoá nhưng đây là một thị trường tiềm năng đang trong quá trình hoàn thiện, phát triển và đang thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư và tổ chức tài chính trong và nước ngoài. Việc nghiên cứu, tìm kiếm giải pháp phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam là yêu cầu cấp bách cả về phương diện lý luận và thực tiễn.

Vì lý do trên, đề tài “*Phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam*” được lựa chọn nghiên cứu.

2. Mục tiêu nghiên cứu và ý nghĩa nghiên cứu

Trên cơ sở hệ thống hóa các vấn đề lý luận, phân tích, đánh giá thực trạng phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam thời gian qua, chỉ ra những kết quả, hạn chế và các nguyên nhân làm hạn chế sự phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam, tác giả xây dựng một hệ thống các giải pháp, bao gồm nhóm giải pháp vĩ mô và nhóm

giải pháp vi mô có tính khả thi nhằm đưa thị trường trái phiếu Việt Nam phát triển bền vững trong giai đoạn tới.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu: Thị trường trái phiếu Việt Nam.
- Phạm vi nghiên cứu: Thị trường trái phiếu Việt Nam từ năm 2000 đến 2009

4. Các phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, tác giả vận dụng phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng và duy vật lịch sử, kết hợp với các phương pháp kế thừa, phương pháp chuyên gia, phỏng vấn, thu thập thông tin, tổng hợp và phân tích, mô hình toán và nghiên cứu tính huống.

5. Tổng quan nghiên cứu

Đã có nhiều công trình nghiên cứu về trái phiếu và thị trường trái phiếu trên các phương diện khác nhau. Mỗi công trình nghiên cứu ở những khía cạnh khác nhau. Song do đối tượng nghiên cứu có sự khác biệt, hoặc do hạn chế có tính địa lý và lịch sử và sự biến động của tình hình phát triển kinh tế - xã hội, các công trình nghiên cứu mới chỉ giải quyết được một phần liên quan đến thị trường trái phiếu, các giải pháp chưa có tính đồng bộ nhằm phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam. Dưới đây là một số công trình tiêu biểu:

- Đề tài nghiên cứu khoa học của tác giả PGS.TS. Nguyễn Thị Quy và các đồng sự về “Nghiên cứu phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam” (2008). Trong nghiên cứu này từ việc khẳng định vai trò quan trọng của thị trường tài chính đối với phát triển và tăng trưởng kinh tế, tác giả đã nghiên cứu và đánh giá một cách khá toàn diện thực trạng thị trường tài chính Hàn Quốc, đặc biệt là từ sau cuộc khủng hoảng năm 1997, từ đó chỉ ra vai trò của nhà nước trong việc thực hiện điều chỉnh các chính sách nhằm vượt qua khủng hoảng để phát triển. Qua kinh nghiệm Hàn Quốc và từ việc đánh giá thực trạng thị trường tài chính ở Việt Nam, nhóm tác giả đã đề xuất một số giải pháp nhằm phát triển thị trường tài chính Việt Nam trong đó có thị trường trái phiếu.

- Luận văn thạc sỹ của tác giả Trương Thị Ngọc Hải “Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam” (2008). Trong công trình này, tác giả đã hệ thống hoá và đánh giá được cơ bản thực trạng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong giai đoạn vừa qua. Chỉ ra được một số những bất cập cơ bản để đề xuất một số giải pháp phát triển trong thời gian tới.

- Đề tài nghiên cứu khoa học do TS. Trần Đăng Khâm làm chủ nhiệm về “Phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt Nam” (2007). Trong đề tài, tác giả đã tập trung nghiên cứu, đánh giá thực trạng hoạt động tạo lập thị trường hiện nay ở Việt Nam. Tác giả khẳng định nhà tạo lập thị trường là một trong những chủ thể quan trọng giúp cho thị trường trái phiếu phát triển, tuy nhiên hiện nay ở Việt Nam chưa có nhà tạo lập thị trường theo đúng nghĩa của nó. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất các giải pháp nhằm phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu Việt Nam trong giai đoạn tới.

- Luận án tiến sỹ của tác giả Trần Thị Thanh Tú về “Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam” (2006). Trong nghiên cứu của mình, tác giả tập trung phân tích để tìm ra một cơ cấu vốn hợp lý của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp nhà nước nói riêng. Thông qua đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam. Tác giả đã khẳng định để doanh nghiệp có thể hoạt động kinh doanh một cách hiệu quả cần phải có một chiến lược sử dụng linh hoạt vốn chủ sở hữu và vốn nợ, trong đó tác giả đặc biệt nhấn mạnh tới việc huy động vốn theo phương thức mới là phát hành trái phiếu để phục vụ cho mục tiêu phát triển trung và dài hạn của DNNN.

- Luận văn thạc sỹ của tác giả Trịnh Mai Vân (2005) “Phát triển thị trường trái phiếu Chính Phủ ở Việt Nam”. Trong công trình nghiên cứu của mình, tác giả đã hệ thống hoá các vấn đề lý luận cơ bản về trái phiếu Chính Phủ và thị trường trái phiếu Chính Phủ, lịch sử hình thành và phát triển của thị trường trái phiếu Chính Phủ Việt Nam qua các giai đoạn, đánh giá thực trạng phát triển của thị trường, chỉ ra các hạn chế và nguyên nhân của các hạn chế làm thị trường chưa phát triển. Thông qua quan

điểm, định hướng và những hạn chế, tác giả đã đề xuất các giải pháp nhằm phát triển thị trường trái phiếu Chính Phủ Việt Nam trong thời gian tới.

- Luận án tiến sỹ của tác giả Trần Xuân Hà về “Sử dụng công cụ trái phiếu Chính Phủ để huy động vốn cho đầu tư phát triển ở Việt Nam” (2004). Trong nghiên cứu của mình, tác giả tập trung nghiên cứu việc sử dụng TPCP như là một công cụ thu hút vốn cho đầu tư cho phát triển, từ đó đưa ra một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả thu hút vốn bằng hình thức phát hành TPCP.

- Luận án tiến sỹ của tác giả Trần Đăng Khâm về “Thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trên thị trường chứng khoán”(2003). Trong nghiên cứu của mình, tác giả đã tập trung nghiên cứu các hoạt động như kinh doanh chứng khoán, môi giới chứng khoán, đại lý, bảo lãnh, quản lý danh mục chứng khoán...(trong đó có đề cập tới hoạt động của các tổ chức này trên thị trường trái phiếu) và chỉ ra vai trò quan trọng của của các trung gian tài chính trong việc phát triển thị trường chứng khoán.

- Đề tài cấp Bộ của TS. Trương Thái Phương về “Cơ sở lý luận và thực tiễn phát hành trái phiếu Chính Phủ ra quốc tế” (2002). Trong nghiên cứu của mình, tác giả đã chỉ ra sự cần thiết phải phát hành trái phiếu Chính Phủ ra thị trường quốc tế. Tuy nhiên tác giả cũng khẳng định rằng việc này không phải là đơn giản, từ đó tác giả đề xuất các giải pháp nhằm có thể thực hiện một cách tốt nhất việc phát hành trái phiếu Chính Phủ Việt Nam ra thị trường quốc tế

- Đề tài khoa học của TS Phạm Trọng Bình, UBCKNN về “Cơ sở lý luận và thực tiễn cho việc phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam” (2001). Đây là đề tài khái quát tương đối toàn diện cơ sở lý luận về thị trường trái phiếu và cũng đã đánh giá được thực trạng của thị trường trái phiếu Việt Nam trong giai đoạn trước và sau khi thành lập thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2000. Trong đề tài này, tập thể tác giả dành thời lượng lớn cho việc phân tích thực trạng thị trường phát hành trái phiếu (đặc biệt là thị trường phát hành TPCP của Việt Nam).

Bên cạnh đó cũng có rất nhiều bài viết và các cuộc hội thảo đề cập tới vấn đề này. Các công trình nghiên cứu mới chỉ giải quyết được một phần liên quan

đến thị trường trái phiếu, các giải pháp chưa có tính đồng bộ và phù hợp với sự biến động mới của nền kinh tế nhằm phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam một cách bền vững.

Nhu cầu vốn trong giai đoạn 2011 – 2020, nhằm thực hiện thành công quá trình công nghiệp hoá - hiện đại hoá đất nước là rất lớn. Thị trường trái phiếu phát triển sẽ đóng góp một phần quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn cho nền kinh tế. Vì vậy việc nghiên cứu một cách toàn diện thị trường trái phiếu Việt Nam, từ đó đề xuất những giải pháp nhằm hoàn thiện và thúc đẩy thị trường trái phiếu phát triển có ý nghĩa cả về mặt lý luận và thực tiễn.

6. Bố cục của luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, phụ lục và danh mục tài liệu tham khảo, luận án được kết cấu thành 3 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận về thị trường trái phiếu

Chương 2: Thực trạng thị trường trái phiếu ở Việt Nam

Chương 3: Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

1.1. KHÁI QUÁT VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

1.1.1. Tổng quan về trái phiếu

1.1.1.1. Khái niệm, đặc điểm trái phiếu

* Khái niệm

Trái phiếu thể hiện mối quan hệ kinh tế giữa người đi vay và người cho vay, giữa họ có mối liên hệ qua lại lẫn nhau thông qua vận động giá trị vốn và nó không chỉ đơn thuần là một hình thức vận động về tiền tệ mà còn là mối quan hệ về xã hội (như mối quan hệ về lòng tin). Có nhiều loại trái phiếu như trái phiếu công ty, trái phiếu của các tổ chức tín dụng, trái phiếu Chính Phủ... [30]. Trái phiếu cũng chính là một loại chứng khoán bởi nó có thể được giao dịch, mua bán trên thị trường chứng khoán. Dù trong điều kiện nào, người sở hữu trái phiếu cũng đều có quyền hưởng đủ các khoản thanh toán lãi và hoàn trả gốc khi đáo hạn như đã cam kết. Có rất nhiều khái niệm về trái phiếu như:

Theo Bách khoa toàn thư mở Wikipedia: “Trái phiếu là một chứng nhận nghĩa vụ nợ của người phát hành phải trả cho người sở hữu trái phiếu đối với một khoản tiền cụ thể (mệnh giá của trái phiếu), trong một thời gian xác định và với một lợi tức quy định. Người phát hành có thể là Chính Phủ, chính quyền địa phương hay doanh nghiệp. Người mua trái phiếu, hay trái chủ, có thể là cá nhân, doanh nghiệp hoặc Chính Phủ. Tên của trái chủ có thể được ghi trên trái phiếu (trường hợp này gọi là trái phiếu ghi danh) hoặc không được ghi (trái phiếu vô danh)”[70].

Tác giả Bùi Nguyên Hoàn định nghĩa: “Trái phiếu là một chứng khoán nợ, người nắm giữ trái phiếu là chủ nợ của đơn vị phát hành”[11].

Giáo trình Thị trường chứng khoán của trường ĐH Kinh tế Quốc dân cho rằng: “trái phiếu là một loại chứng khoán qui định nghĩa vụ của người phát hành (người đi vay) phải trả cho người đứng tên sở hữu chứng khoán (người cho vay) một khoản tiền nhất định bao gồm cả gốc và lãi trong những khoảng thời gian cụ thể” [30].

Theo Luật Chứng khoán xác định: “trái phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành” [34].

Như vậy có thể hiểu rằng *trái phiếu là một loại chứng khoán nợ, quy định nghĩa vụ của người phát hành (người vay tiền) phải trả cho người nắm giữ (người cho vay) một khoản tiền lãi được xác định tại một thời gian cụ thể trong tương lai và hoàn trả phần gốc vay ban đầu khi đến hạn.*

** Đặc điểm trái phiếu*

Cho dù trái phiếu được phân thành nhiều loại khác nhau nhưng chúng đều có đặc điểm chung là:

Thứ nhất, trái phiếu là công cụ nợ, mà nhà phát hành đi vay theo phương thức có hoàn trả cả gốc lẫn lãi [47],[48]. Người cho vay sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào về kết quả hoạt động sử dụng vốn của người vay, và trong mọi trường hợp, nhà phát hành phải có trách nhiệm hoàn trả cho trái chủ theo các cam kết đã được xác định trong hợp đồng vay.

Thứ hai, trường hợp chủ thể phát hành trái phiếu bị phá sản hoặc giải thể, chủ sở hữu trái phiếu được ưu tiên trong quá trình thanh lý tài sản so với các cổ đông của công ty [42],[48]. Do chủ thể phát hành bị ràng buộc bởi nghĩa vụ thanh toán nên trái phiếu có độ an toàn cao, tính thanh khoản lớn và thường do các trung gian tài chính, đặc biệt là các ngân hàng thương mại nắm giữ.

Thứ ba, trái phiếu là công cụ đầu tư [42]. Nhà đầu tư được hưởng lợi tức từ tiền lãi mà trái chủ phải thanh toán trong suốt kỳ hạn của trái phiếu và các quyền lợi khác nếu có. Lợi tức của trái phiếu được xem là chi phí đối với chủ thể phát hành, do vậy nếu là doanh nghiệp phát hành trái phiếu được hưởng lợi do tiết kiệm thuế.

Thứ tư, là một loại công cụ nợ nên trái phiếu có: Tính sinh lời (trái phiếu là chứng chỉ vay nợ của Chính Phủ và doanh nghiệp, do vậy, khi đầu tư vào trái phiếu đồng nghĩa với việc nhà đầu tư sẽ thu lại được một khoản lợi tức kỳ vọng trong tương lai); Tính rủi ro (mức độ rủi ro cao hay thấp hoàn toàn phụ thuộc vào tính chất,

đặc thù của từng loại trái phiếu. Khi nền kinh tế có những biến động về lạm phát, lãi suất, tỷ giá... sẽ có những ảnh hưởng không nhỏ đến việc đầu tư vào trái phiếu); Tính thanh khoản (đó chính là khả năng chuyển đổi trái phiếu thành tiền mặt, mỗi một loại trái phiếu có khả năng thanh khoản khác nhau: TPCP thông thường có tính thanh khoản cao hơn so với các loại trái phiếu khác).

** Hình thức trái phiếu*

Trái phiếu có thể được phát hành dưới dạng chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử. Đối với hình thức chứng chỉ, Bộ Tài chính sẽ quy định nội dung để tổ chức phát hành in và phân phối cho các tổ chức trúng thầu; Đối với hình thức bút toán ghi sổ sẽ do Trung tâm Giao dịch chứng khoán (Sở Giao dịch chứng khoán) và các tổ chức lưu ký ghi và quản lý sổ sách. Tuy nhiên dù là loại trái phiếu nào thì các nội dung được thể hiện trên trái phiếu có những thông tin sau:

- *Mệnh giá*: Là số tiền ghi trên trái phiếu mà tổ chức phát hành cam kết sẽ trả cho người sở hữu trái phiếu vào ngày đáo hạn và nó được xem như là số nợ gốc ghi trên tờ trái phiếu.

- *Ngày đến hạn*: Là ngày tổ chức phát hành phải thanh toán số tiền theo mệnh giá ghi trên trái phiếu cho chủ sở hữu.

- *Kỳ hạn của trái phiếu*: Là khoảng thời gian từ thời điểm phát hành đến ngày đến hạn phải thanh toán trái phiếu của tổ chức phát hành. Hiện nay việc phân chia trái phiếu phổ biến là trung hạn từ 1 đến 10 năm và dài hạn là trên 10 năm. Kỳ hạn của trái phiếu có ý nghĩa vô cùng quan trọng vì lợi tức trái phiếu phụ thuộc nhiều vào thời hạn của nó.

- *Lãi suất*: trong từng loại trái phiếu đều có ghi lãi suất của người phát hành cam kết thực hiện trả cho người sở hữu một số tiền lãi vào một ngày được xác định cụ thể [48]. Lãi suất của trái phiếu là tỷ lệ phần trăm giữa tiền lãi với tiền gốc của trái phiếu trong khoảng thời gian nhất định (thường được xác định là 01 năm).

Lãi suất là một trong những yếu tố cơ bản nhất của trái phiếu, có ảnh hưởng rất lớn đến giá trái phiếu, lợi tức của trái phiếu và được xác định dưới nhiều hình thức

tạo nên sự phong phú của trái phiếu như lãi suất coupon, lãi suất chiết khấu, lãi đơn, lãi gộp... Lãi suất của trái phiếu tùy thuộc vào các yếu tố như thời hạn, khả năng thanh khoản, lạm phát và tình hình thị trường.

- *Giá thực tế của trái phiếu (giá mua)*: là khoản tiền thực tế mà người mua bỏ ra để được quyền sở hữu trái phiếu. Giá mua có thể ngang giá, ví dụ trái phiếu có giá 100 nghĩa là bằng 100% mệnh giá; cũng có thể là giá cao hơn hoặc thấp hơn mệnh giá ghi trên trái phiếu (giá trái phiếu thấp hơn mệnh giá (ví dụ như 90) được gọi là giá chiết khấu; giá cao hơn mệnh giá (chẳng hạn như 110) thì gọi là giá gia tăng).

Dù dưới hình thức nào đi chăng nữa, tiền lãi luôn được xác định dựa trên mệnh giá ghi trên trái phiếu và đến thời hạn thanh toán, người sở hữu đều được thanh toán theo đúng các thông số ghi trên trái phiếu.

1.1.1.2. Phân loại trái phiếu

Việc phân loại này có ý nghĩa quan trọng trong việc quản lý, phát hành trái phiếu và đặc biệt là phân định rõ trong việc huy động vốn thông qua thị trường vốn để đảm bảo việc sử dụng vốn của Chính Phủ và của doanh nghiệp đúng kế hoạch và đúng mục đích. Dưới đây là một số cách phân loại điển hình:

Một là, phân loại theo chủ thể phát hành. Đây là hình thức quan trọng để có thể phân biệt được chủ thể phát hành, mục đích phát hành và các cách thức phát hành của các loại trái phiếu. Việc tìm hiểu các cách phân loại này sẽ là cơ sở để có thể đánh giá thực trạng sự phát triển của thị trường trái phiếu. Với cách phân loại này, chủ thể phát hành bao gồm Chính Phủ, chính quyền địa phương và doanh nghiệp.

a, Trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh

** Trái phiếu Chính Phủ*

Trái phiếu Chính Phủ là một loại chứng khoán nợ, do Chính Phủ phát hành, có thời hạn, có mệnh giá, có lãi, xác nhận nghĩa vụ trả nợ của Chính Phủ đối với người sở hữu trái phiếu [12]. Trái phiếu Chính Phủ bao gồm: trái phiếu Kho bạc; trái phiếu công trình trung ương; trái phiếu đầu tư; Trái phiếu ngoại tệ; Công trái xây dựng Tổ quốc [32]. Dưới đây là nội dung cơ bản của các loại trái phiếu đó:

- Trái phiếu Kho bạc là loại trái phiếu Chính Phủ có kỳ hạn từ 01 năm trở lên, do Kho bạc Nhà nước phát hành để huy động vốn bù đắp thiếu hụt Ngân sách Nhà nước theo dự toán hàng năm đã được Quốc hội quyết định.

- Trái phiếu công trình trung ương là loại trái phiếu Chính Phủ có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do Kho bạc Nhà nước phát hành, nhằm huy động vốn theo quyết định của Thủ tướng Chính Phủ, cho các dự án thuộc nguồn vốn đầu tư của ngân sách trung ương, đã ghi trong kế hoạch nhưng chưa được bố trí vốn ngân sách trong năm.

- Trái phiếu đầu tư là loại trái phiếu Chính Phủ, có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do các tổ chức tài chính nhà nước, các tổ chức tài chính, tín dụng được Thủ tướng Chính Phủ chỉ định phát hành nhằm huy động vốn để đầu tư theo chính sách của Chính Phủ.

- Trái phiếu ngoại tệ là loại trái phiếu được phát hành bằng đồng tiền nước ngoài, thường là các ngoại tệ mạnh, có kỳ hạn từ 1 năm trở lên do Bộ Tài chính phát hành cho các mục tiêu theo chỉ định của Thủ tướng Chính Phủ.

- Công trái xây dựng Tổ quốc là loại trái phiếu do Chính Phủ phát hành nhằm huy động nguồn vốn trong nhân dân để đầu tư xây dựng những công trình quan trọng quốc gia và các công trình thiết yếu khác phục vụ sản xuất, đời sống, tạo cơ sở vật chất, kỹ thuật cho đất nước.

** Trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh*

- Trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh là loại chứng khoán nợ do doanh nghiệp phát hành, được Chính Phủ cam kết trước các nhà đầu tư về việc thanh toán đúng hạn của tổ chức phát hành. Trường hợp tổ chức phát hành không thực hiện được nghĩa vụ thanh toán (gốc, lãi) khi đến hạn Chính Phủ sẽ chịu trách nhiệm trả nợ thay tổ chức phát hành [12]. Trái phiếu có kỳ hạn từ 01 năm trở lên, do các doanh nghiệp phát hành nhằm huy động vốn cho các dự án đầu tư theo chỉ định của Thủ tướng Chính Phủ.

b, Trái phiếu chính quyền địa phương (trái phiếu đô thị)

Trái phiếu Chính quyền địa phương là một loại chứng khoán nợ, do Ủy ban

nhân dân cấp tỉnh phát hành, có thời hạn, có mệnh giá, có lãi, xác nhận nghĩa vụ trả nợ của Ủy ban nhân dân cấp tỉnh đối với người sở hữu trái phiếu [12], [32].

- Trái phiếu chính quyền địa phương là loại trái phiếu đầu tư có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do Ủy ban nhân dân cấp tỉnh uỷ quyền cho Kho bạc Nhà nước hoặc tổ chức tài chính, tín dụng trên địa bàn phát hành.

Như vậy, các loại trái phiếu trên có thể hiểu rằng đều là khoản nợ Chính phủ (hay còn gọi là nợ công), người chịu trách nhiệm cuối cùng để thanh toán các khoản nợ trong trường hợp rủi ro xảy ra là Chính Phủ. Do vậy, những loại trái phiếu này tuy có mức độ rủi ro khác nhau nhưng nhìn chung là thấp.

c, Trái phiếu doanh nghiệp

- Trái phiếu doanh nghiệp là một loại chứng khoán nợ được doanh nghiệp phát hành, xác nhận nghĩa vụ trả cả gốc và lãi đối với người sở hữu trái phiếu [32]. Như vậy, trái phiếu doanh nghiệp là loại trái phiếu được phát hành bởi các doanh nghiệp (có đủ điều kiện theo qui định của pháp luật) nhằm huy động vốn với mục đích đầu tư phát triển và mở rộng sản xuất kinh doanh. Trái phiếu doanh nghiệp là khoản vay mà các doanh nghiệp thực hiện khi không muốn vay ngân hàng hoặc không muốn phát hành cổ phiếu do chiến lược quản lý vốn của doanh nghiệp. Trái phiếu doanh nghiệp có tính ổn định và rủi ro ít hơn so với cổ phiếu [13], [32], [53]. Về cơ bản trái phiếu doanh nghiệp bao gồm những loại sau:

- *Trái phiếu có lãi suất cố định (Straight Bonds)*: là loại trái phiếu truyền thống với đặc điểm trả lãi suất định kỳ 6 tháng hoặc 1 năm một lần trong suốt thời gian lưu hành trái phiếu. Vốn gốc trái phiếu được thanh toán đến khi đáo hạn.

- *Trái phiếu có lãi suất thả nổi (Floating Rate Bonds)*: là loại trái phiếu có lãi suất được điều chỉnh tùy theo sự thay đổi của lãi suất thị trường. Điều này đảm bảo được quyền lợi của nhà đầu tư cũng như doanh nghiệp trong điều kiện nền kinh tế không ổn định. Thông thường, lãi suất trái phiếu được điều chỉnh 6 tháng một lần hoặc hàng quý theo lãi suất thị trường.

- *Trái phiếu có thể mua lại trước hạn (Callable Bonds)*: là loại trái phiếu mà doanh nghiệp phát hành kèm với điều khoản cho phép được quyền mua lại trước thời hạn. Giá mua lại thường được doanh nghiệp trả cao hơn mệnh giá.

- *Trái phiếu chiết khấu (Zero Coupon Bonds)*: là loại trái phiếu không thực hiện trả lãi định kỳ mà được trả lãi ngay sau khi phát hành và được khấu trừ vào vốn (trái phiếu được bán thấp hơn mệnh giá gọi là giá chiết khấu). Đến thời gian đáo hạn, nhà đầu tư được hoàn lại đúng bằng mệnh giá của trái phiếu.

- *Trái phiếu thu nhập (Income Bonds)*: là trái phiếu mà việc thanh toán lãi phụ thuộc vào kết quả kinh doanh và lợi nhuận của doanh nghiệp. Đây là loại trái phiếu không cam kết trả lãi do vậy chúng thường được bán với một mức giá chiết khấu cao (thấp hơn so với mệnh giá).

- *Trái phiếu đảm bảo (Mortgage Bonds)*: là loại trái phiếu được đảm bảo bằng những tài sản thế chấp cụ thể, thường là bất động sản và các thiết bị. Người nắm giữ trái phiếu này được bảo vệ ở một mức độ cao trong trường hợp doanh nghiệp không có khả năng trả nợ do bị phá sản vì họ có quyền trên tài sản thế chấp. Tùy theo hình thức trái phiếu đảm bảo được chia thành: trái phiếu có tài sản cầm cố và trái phiếu có tài sản thế chấp

- *Trái phiếu không bảo đảm (Debenture bonds)*: Trái phiếu không có bảo đảm là loại trái phiếu không được bảo đảm thanh toán toàn bộ hoặc một phần gốc, lãi bằng tài sản của tổ chức phát hành hoặc bên thứ ba hoặc bảo lãnh thanh toán của tổ chức tài chính tín dụng, là loại trái phiếu thường do các doanh nghiệp lớn, có tiềm lực kinh tế mạnh, có danh tiếng, sử dụng uy tín của mình để phát hành mà không đưa ra bất kỳ một tài sản đảm bảo nào. Trong trường hợp bị phá sản các trái phiếu loại này được thanh toán sau trái phiếu có đảm bảo và trước các cổ phiếu.

- *Trái phiếu kèm chứng quyền (Bond with warrant)*: là loại trái phiếu đang được thường xuyên sử dụng hiện nay, loại trái phiếu này cho phép người mua có quyền được mua kèm một số lượng cổ phiếu nhất định với mức giá và thời gian đã được xác định từ trước. Giống như trái phiếu chuyển đổi, việc xác định quyền này đã được quy định từ trước.

- *Trái phiếu quốc tế (Foreign bonds)*: là loại trái phiếu phát hành và giao dịch ở nước ngoài bằng đồng ngoại tệ. Những nhà đầu tư khi mua trái phiếu này phải tính toán được sự biến động của tỷ giá với lãi suất.

- *Trái phiếu có thể chuyển đổi (Convertible Bonds)*: là loại trái phiếu có thể chuyển đổi (tương tự như cổ phiếu ưu đãi đổi sang thành cổ phiếu thường) với tỷ lệ và giá cổ phiếu được xác định trước. Nhiều doanh nghiệp sử dụng hình thức này vì nó tạo sự hấp dẫn cho các nhà đầu tư. Có thể nói, đây là loại trái phiếu được ưa chuộng vì khi giá cổ phiếu lên cao, người nắm giữ loại trái phiếu này sẽ thực hiện chuyển đổi và hưởng chênh lệch giá. Loại trái phiếu này cũng được gọi là chứng khoán lai ghép vì nó có tính chất của 2 loại chứng nợ và chứng khoán cổ phần.

Cũng giống như bất kỳ các loại trái phiếu khác, trái phiếu doanh nghiệp thường có 2 loại ghi danh và vô danh.

Hai là, phân loại theo hình thức sử dụng vốn [25]. Theo cách phân loại này trái phiếu bao gồm:

- Trái phiếu Chính Phủ được phân thành: trái phiếu Kho bạc gắn với việc thực hiện chính sách tài khoá; trái phiếu đầu tư gắn với việc đầu tư phát triển và chi cho các công trình cụ thể.

- Trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh để huy động vốn cho các công trình theo chỉ định của Thủ tướng Chính Phủ

- Trái phiếu đô thị huy động vốn cho các dự án, công trình thuộc nguồn vốn đầu tư của ngân sách địa phương, đã ghi trong kế hoạch nhưng chưa được bố trí vốn ngân sách trong năm.

- Trái phiếu doanh nghiệp được phát hành để phục vụ cho việc đầu tư phát triển sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Ba là, phân loại theo cách tính lãi. Theo cách phân chia này, trái phiếu bao gồm: trái phiếu có lãi suất cố định (lãi suất của trái phiếu không thay đổi và được xác định ngay tại thời điểm phát hành, có thể trả một lần khi đến hạn, trả định kỳ hoặc trả trước); trái phiếu có lãi suất thả nổi (lãi suất của trái phiếu thay đổi tại từng

thời điểm trả lãi thường được tính theo lãi suất của thị trường liên ngân hàng); trái phiếu chiết khấu - zero coupon (trái phiếu được bán với giá thấp hơn mệnh giá).

Bốn là, phân theo hình thức biểu hiện. Trái phiếu phát hành có thể dưới dạng chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ :

- Đối với dạng chứng chỉ: Bộ Tài Chính quy định nội dung để tổ chức phát hành in và phân phối cho các nhà đầu tư.

- Đối với hình thức bút toán ghi sổ: Do Trung tâm Giao dịch chứng khoán (Sở Giao dịch chứng khoán) và các tổ chức lưu ký ghi và quản lý sổ sách.

Năm là, phân theo tiêu thức quản lý. Với cách phân loại này sẽ có 2 loại trái phiếu: Trái phiếu vô danh: là trái phiếu ghi tên trái chủ, cả trên chứng chỉ cũng như trên sổ sách của nhà phát hành; Trái phiếu ghi danh: là trái phiếu trên đó ghi tên, địa chỉ của trái chủ và trong sổ của nhà phát hành.

1.1.1.3. Định giá trái phiếu

Giá trị của trái phiếu được xác định là giá trị mà người sở hữu chúng có thể nhận được trong tương lai. Như ta đã biết, bình thường trái phiếu có mệnh giá, thời hạn, lãi suất cố định, không kèm các điều kiện có thể chuyển đổi và được quyền giao dịch trên thị trường.... Do tiền có giá trị về mặt thời gian, vì vậy tại mỗi thời điểm khác nhau chúng sẽ có những giá trị khác nhau [43]. Để xác định được giá trái phiếu tại thời điểm hiện tại, chúng ta cần thực hiện chiết khấu toàn bộ dòng tiền sẽ thanh toán cho người sở hữu trái phiếu trong tương lai với lãi suất hiện tại [22].

$$P_b = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{F}{(1+r)^n} \quad [1.1]$$

Trong đó:

P_b : Giá hiện tại của trái phiếu

n : Kỳ hạn trái phiếu

$C_1 \dots C_n$: Lãi suất ghi trên trái phiếu.

r : Lãi suất thị trường.

F : Mệnh giá trái phiếu.

Dưới đây là ví dụ về việc xác định giá trị trái phiếu tại thời điểm hiện tại.

Nếu phát hành trái phiếu với mệnh giá 1.000USD. Thời gian đáo hạn trái phiếu là 3 năm. Lãi suất danh nghĩa là 5,0%/năm, như vậy lãi danh nghĩa mà nhà đầu tư được hưởng là 50USD/năm. Giả sử lãi suất vay vốn bình quân của thị trường là 3,0%/năm thì giá trị trái phiếu bằng giá trị hiện tại của toàn bộ dòng tiền sẽ thanh toán cho người đầu tư sẽ là :

$$Pb = \frac{50}{(1 + 0.03)} + \frac{50}{(1 + 0.03)^2} + \frac{50}{(1 + 0.03)^3} + \frac{1000}{(1 + 0.03)^3} \approx 1.009USD$$

Với các dữ kiện trên, trái phiếu sẽ được bán tại thời điểm hiện tại với giá khoảng 1.009USD. Và nếu lãi suất vay vốn bình quân thị trường là 7,0%/năm và 5,0%/năm. Ta sẽ có giá trị tương ứng của trái phiếu tại thời điểm hiện tại là: khoảng hơn 947,5USD và 1.000USD

Từ ví dụ trên cho thấy giá trái phiếu và lãi suất thị trường có mối quan hệ mật thiết với nhau. Do tiền gốc và tiền lãi không đổi và được xác định cụ thể trên trái phiếu, lãi suất thị trường sẽ quyết định giá trị của trái phiếu (với độ chênh lớn càng thể hiện rõ). Khi lãi suất thị trường nhỏ hơn lãi suất ghi trên trái phiếu, nhà đầu tư nếu muốn sở hữu trái phiếu sẽ phải trả một giá cao hơn mệnh giá của trái phiếu đó. Phần chênh lệch cao giá này được hiểu là để bù đắp cho người phát hành do trả lãi cao hơn lãi suất thị trường. Ngược lại, khi lãi suất thị trường cao hơn lãi suất danh nghĩa, giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá và nhà đầu tư sẽ được bù đắp do hưởng lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường bằng việc mua trái phiếu thấp hơn mệnh giá, phần chênh lệch giá thấp hơn mệnh giá được gọi là phần chiết khấu. Còn nếu lãi suất thị trường bằng lãi suất danh nghĩa, giá trái phiếu bằng chính mệnh giá của nó.

Trong mối quan hệ giữa lãi suất thị trường và giá trái phiếu, người nắm giữ trái phiếu sẽ phải chịu rủi ro về mặt lãi suất khi sở hữu trái phiếu. Giá trái phiếu sẽ biến động khi lãi suất thị trường biến động. Nhà đầu tư chỉ mua trái phiếu khi nhận định rằng lãi suất thị trường sẽ giảm trong tương lai. Khi đó lợi tức thu được từ đầu tư trái phiếu sẽ bao gồm hai phần, tiền lãi định kỳ và chênh lệch giá nếu bán trái phiếu trước

thời điểm đáo hạn. Như vậy, thời gian đáo hạn của trái phiếu càng dài thì rủi ro lãi suất càng lớn do nhà đầu tư càng gặp khó khăn trong việc dự đoán sự biến động của lãi suất.

1.1.1.4. Đường cong lãi suất chuẩn trái phiếu

a, Lãi suất của trái phiếu:

- Lãi suất danh nghĩa được ghi trên chứng chỉ hoặc người phát hành công bố, lãi suất danh nghĩa có tính ổn định cao vì tỷ lệ lãi suất trái phiếu và mệnh giá là cố định tới khi đến hạn[22].

- Lãi suất hiện hành được hình thành khi mua bán trái phiếu trên thị trường và là số đo gần đúng với lãi suất hoàn vốn; khi giá mua (hoặc bán) trái phiếu bằng mệnh giá thì lãi suất hiện hành chính bằng lãi suất hoàn vốn, nghĩa là giá trái phiếu càng gần với mệnh giá thì lãi suất hiện hành càng gần với lãi suất hoàn vốn. Như vậy, lãi suất hiện hành biến động cùng chiều với lãi suất hoàn vốn.

$$I_c = \frac{C}{P_b} * 100 \quad [1.3]$$

Trong đó:

I_c : Lãi suất hoàn vốn hiện hành

P_b : Giá trái phiếu hiện hành

C : Tiền lãi trái phiếu hàng năm

- Lãi suất đáo hạn (YTM) là lãi suất tính mức sinh lời của trái phiếu đến lúc đáo hạn (đây chính là thu nhập cuối cùng mà nhà đầu tư nhận được). Lãi suất đáo hạn giúp ta hiểu rõ hơn sự khác nhau về giá mua trái phiếu và thu nhập thực tế nhận được khi trái phiếu đáo hạn. Lãi suất đáo hạn của trái phiếu được xác định như sau:

$$YTM = \frac{C + (F - P_t) / n}{(F - P_t) / 2} \quad [1.5]$$

Trong đó:

YTM : Lãi suất đáo hạn

F : Mệnh giá trái phiếu

P_t : Giá mua tại thời điểm t

n : Thời gian còn lại đến hạn của trái phiếu

C : Tiền lãi coupon

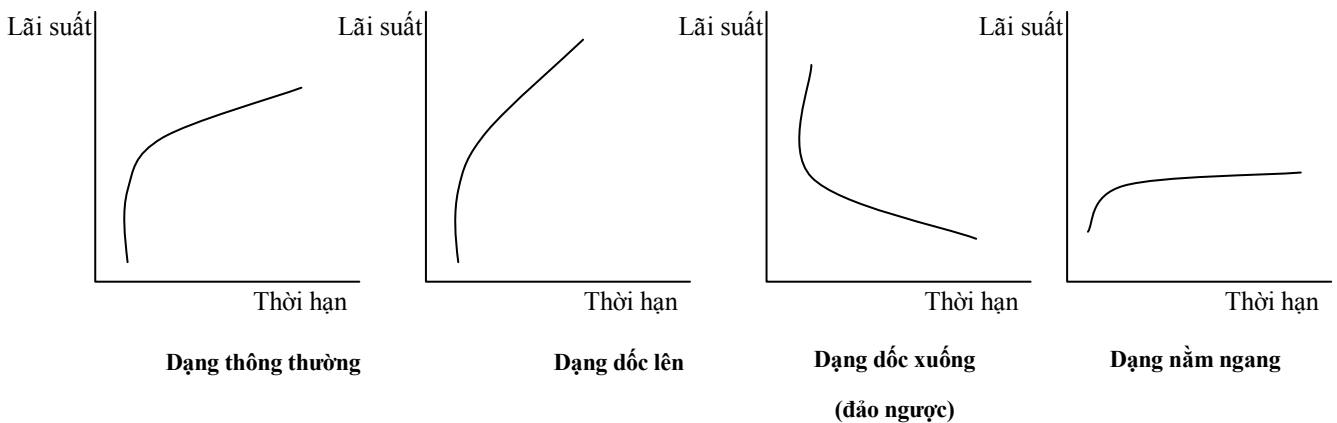
Nếu trái phiếu được bán thấp hơn mệnh giá thì lãi suất hiện hành sẽ cao hơn lãi suất danh nghĩa và thấp hơn lãi suất đáo hạn. Còn nếu bán cao hơn mệnh giá thì lãi suất hiện hành sẽ nhỏ hơn lãi suất danh nghĩa và lớn hơn lãi suất đáo hạn.

b, Đường cong lãi suất.

Đường cong lãi suất thể hiện mối quan hệ giữa lãi suất của trái phiếu và kỳ hạn thanh toán của trái phiếu đó. Đường cong lãi suất biểu diễn các mức lãi suất hoàn vốn của những trái phiếu có cùng đặc tính về rủi ro, tính thanh khoản, thuế... có thời hạn thanh toán khác nhau được xác định tại một thời điểm nào đó [30].

Đồ thị biểu hiện mối quan hệ giữa lãi suất và thời hạn. Đồ thị này thể hiện cấu trúc thời hạn của lãi suất hay đường cong lãi suất. Thông thường đồ thị thể hiện cấu trúc thời hạn của lãi suất trái phiếu Chính Phủ. Có 4 dạng đồ thị chính: dạng thông thường, dạng dốc lên, dạng đảo ngược và dạng phẳng.

Biểu đồ 1.1. Các dạng đường cong lãi suất



- *Dạng thông thường:* ở dạng này các lãi suất ngắn hạn là thấp nhất, sau đó nó tăng dần lên và tới đoạn cuối thì đường cong gần như nằm ngang. Một đường cong lãi suất dạng thông thường cho thấy dấu hiệu của một nền kinh tế lành mạnh, ổn định, tăng trưởng chậm nhưng đều đặn, các thị trường cổ phiếu trái phiếu có xu hướng ổn định. Đường cong lãi suất là một chỉ báo không phải là một dự báo.

- *Dạng dốc lên*: ở dạng này cho thấy những người nắm giữ trái phiếu dài hạn tin rằng nền kinh tế sẽ cải thiện trong tương lai gần. Loại đường cong này thường xuất hiện sau các cuộc suy thoái khi nền kinh tế ổn định và tăng trưởng trở lại.

- *Dạng dốc đảo ngược*: nếu khoản vay trong ngắn hạn trả lãi suất cao hơn khoản vay dài hạn thì đường cong lãi suất sẽ có dạng đảo ngược và đó là tín hiệu của thời kỳ thu hẹp của nền kinh tế. Đường cong lãi suất có thể đảo ngược vì các lý do sau: nhu cầu cao bất thường đối với quỹ ngắn hạn, do một trục trặc nào đó về tính thanh khoản ngắn hạn của các công cụ của Chính Phủ hoặc doanh nghiệp; gia tăng áp lực lạm phát trong ngắn hạn; chính sách tiền tệ thắt chặt của ngân hàng trung ương.

- *Dạng nằm ngang*: trước khi đảo ngược đường cong lãi suất có thể có dạng phẳng. Mặc dù dạng phẳng của đường cong lãi suất có thể được coi là một cảnh báo sớm của sự đảo ngược nhưng cũng có khi đường cong sẽ trở lại dạng thông thường chứ không đảo ngược. Đường cong dạng phẳng cũng thường kéo theo sự suy thoái kinh tế. Tuy nhiên nó cũng sẽ trở lại hình dạng thông thường nếu nền kinh tế vượt được qua khủng hoảng và bước vào tăng trưởng.

Đường cong lãi suất có thể giúp cho các nhà đầu tư lựa chọn các khoảng thời gian đáo hạn cho các chứng khoán có thu nhập cố định của mình. Xem xét đường cong lãi suất hiện thời các nhà đầu tư sẽ có được thông tin về các mức lãi suất ở những thời hạn khác nhau, có thể giúp họ đưa ra những quyết định đối với thời gian đáo hạn. Nếu các nhà đầu tư tin rằng lãi suất sẽ ổn định hoặc giảm xuống thì họ có thể đầu tư vào trái phiếu 20 năm có lãi suất cao nhất, nếu họ tin rằng lãi suất sẽ tăng thì đầu tư vào các công cụ ngắn hạn có lãi suất cao nhất sẽ là khôn ngoan.

c, Đường cong lãi suất chuẩn

** Khái niệm*

Thông thường, đường cong lãi suất chuẩn được xây dựng cho các chứng khoán là các công cụ nợ được coi là phi rủi ro hoặc mức rủi ro rất thấp và mức lãi suất của các công cụ nợ này được dùng làm lãi suất chuẩn (lãi suất tham chiếu) cho các loại công cụ nợ khác có cùng thời gian đáo hạn.

Như vậy, đường cong lãi suất chuẩn là đường biểu diễn mức lãi suất hoàn vốn của các trái phiếu không rủi ro vỡ nợ và rủi ro thanh khoản, có thời hạn thanh toán khác nhau, tại một thời điểm xác định nào đó.

Đặc điểm của đường cong lãi suất chuẩn chính là đường cong lãi suất hoàn vốn nằm ở vị trí thấp nhất trên đồ thị biểu diễn các đường lãi suất khác nhau. Mức lãi suất chuẩn phải phản ánh được các yếu tố như chí phí vốn, phần bù rủi ro kỳ hạn và lạm phát.

** Ý nghĩa của đường cong lãi suất chuẩn*

Thứ nhất, đường cong lãi suất đóng vai trò cung cấp mức lãi suất tham chiếu giúp định giá các chứng khoán nợ khác cùng kỳ hạn, giúp các tổ chức phát hành trái phiếu có căn cứ để xác định mức lãi suất hợp lý và đảm bảo sự thành công của việc huy động vốn.

Thứ hai, do chức năng thông tin, đường cong lãi suất chuẩn đã trở thành chỉ báo quan trọng của nền kinh tế nói chung cũng như thị trường tài chính nói riêng và nó cũng là cơ sở để dự đoán diễn biến các mức lãi suất trên thị trường [30]. Điều này giúp các nhà đầu tư đưa ra những quyết định đúng đắn trong việc mua, bán các chứng khoán, đánh giá sự hợp lý các mức lãi suất trái phiếu dự định phát hành hay chủ động thực hiện việc phòng ngừa rủi ro về lãi suất.

Thứ ba, đường cong lãi suất chuẩn cung cấp thông tin cho các chủ thể của nền kinh tế ra quyết định cân đối và sử dụng các nguồn lực một cách hợp lý.

** Lựa chọn lãi suất loại trái phiếu làm mức lãi chuẩn*

Để xây dựng được đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu cần phải có các điều kiện như: i) Trái phiếu phải đạt chuẩn với khối lượng lớn, lô trái phiếu dùng để tính toán lãi suất phải có tính chất giống nhau trừ ngày đáo hạn; ii) Xây dựng lịch trình phát hành trái phiếu một cách thường xuyên và khoa học; iii) Thị trường giao dịch trái phiếu phát triển, tính thanh khoản cao (giao dịch trái phiếu phải thường xuyên, với một ngày bất kỳ phải có giao dịch của các trái phiếu được chọn với kỳ hạn khác nhau); iv) Vấn đề tự do hoá lãi suất; v.v). Sử dụng một số giả thiết đường cong của zero coupon và đường cong lãi suất giao ngay.

Để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, hiện nay, với các đặc tính của mình, lãi suất trái phiếu Chính Phủ thường được các nước sử dụng làm lãi suất chuẩn. Bởi các lý do sau:

- Chính Phủ được coi là chủ thể có uy tín cao nhất trong việc vay và trả nợ.
- Việc phát hành đạt được khối lượng lớn và thường xuyên một cách có kế hoạch.
- Tính thanh khoản cao, rủi ro thấp, chủng loại hàng hoá đa dạng từ ngắn đến dài hạn làm cho việc xác định đường cong lãi suất có thể trải dài từ kỳ hạn ngắn nhất đến dài nhất.

Bên cạnh đó, sự ra đời và phát triển của các thị trường bậc cao như repo hay các thị trường chứng khoán phái sinh làm cho thị trường trái phiếu Chính Phủ hoạt động sôi động hơn, tạo điều kiện để có thể quan sát và dự báo được xu thế vận động lãi suất trong tương lai.

** Kỹ thuật xây dựng đường cong lãi suất chuẩn*

- Xác định các “điểm” của đường cong lãi suất.

Vì đường cong lãi suất là đường thể hiện mức lãi suất hoàn vốn của các TPCP có các thời hạn thanh toán khác nhau tại một thời điểm xác định, do vậy, tại mỗi thời điểm khác nhau thì đường cong sẽ có các hình dạng khác nhau. Đối với các TPCP đang lưu hành và giao dịch thì những điểm đó chính là các mức lãi suất hoàn vốn của các TPCP tại các kỳ hạn khác nhau. Đối với các trái phiếu mới phát hành thì điểm này chính là lãi suất phát hành (vì đây là mức lãi suất phản ánh quan hệ cung cầu TPCP tại thời điểm hiện tại).

- Nghiệp vụ tái phát hành.

Đây là nghiệp vụ mà Chính Phủ thực hiện phát hành một khối lượng trái phiếu bổ sung cho lượng trái phiếu đã phát hành trước đó. Trái phiếu tái phát hành có cùng ngày đến hạn và mức lãi suất với trái phiếu đã phát hành. Tuy nhiên so với trái phiếu gốc, trái phiếu tái phát hành có ngày phát hành và được giao dịch với mức giá khác nhau.

Trong thực tế, Chính Phủ có thể chia đợt TPCP định phát hành thành nhiều lần phát hành khác nhau. Thời điểm của những lần phân phối trái phiếu ra thị trường sẽ được Chính Phủ căn cứ vào tình hình thực tế tính thanh khoản của trái phiếu vừa được phát hành ra thị trường. Giá phát hành của mỗi đợt phát hành sau tùy thuộc vào lãi chiết khấu được áp dụng phù hợp với lãi suất thị trường và thời gian đáo hạn còn lại của trái phiếu. Việc thực hiện nghiệp vụ này làm tăng mức dư nợ cho TPCP trên thị trường và do đó tăng tính thanh khoản của các loại TPCP. Nghiệp vụ này thường được thực hiện khi mức dư nợ của một loại TPCP ở một kỳ hạn nào đó không đủ lớn để đảm bảo lãi suất này trở thành lãi suất chuẩn của thị trường.

Có thể thấy rằng, việc thực hiện tái phát hành TPCP là cơ sở đảm bảo cho việc xây dựng đường cong lãi suất chuẩn luôn được chính xác.

1.1.2. Thị trường trái phiếu

1.1.2.1. Khái niệm, đặc điểm, vai trò của thị trường trái phiếu

a, Thị trường tài chính và khái niệm thị trường trái phiếu

Thị trường tài chính là một bộ phận quan trọng bậc nhất, chi phối toàn bộ hoạt động của nền kinh tế hàng hoá [30]. Thị trường tài chính phát triển góp phần thúc đẩy mạnh mẽ sự phát triển kinh tế - xã hội của một quốc gia. Thị trường tài chính đóng một vai trò nòng cốt trong quá trình luân chuyển vốn từ nhà đầu tư (người có tiền) đến tổ chức, cá nhân có mục đích cần vốn để phục vụ cho mục tiêu tiêu dùng, đầu tư phát triển phục vụ sản xuất kinh doanh [17].

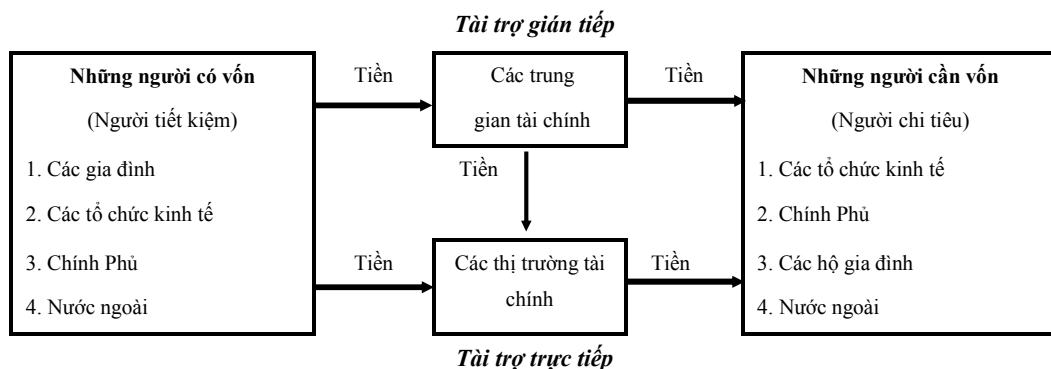
Cấu trúc của thị trường tài chính bao gồm:

- Thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần: Thị trường nợ là nơi hàng hoá được mua bán tại đó là các công cụ nợ [30]. Tiêu biểu cho các công cụ nợ là trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu doanh nghiệp. Các công cụ nợ thường có thời hạn xác định, có thể là ngắn hạn, trung hạn hay dài hạn; Khác với thị trường nợ, thị trường vốn cổ phần là nơi mua bán các cổ phiếu, giấy xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu sẽ cho phép họ có quyền yêu cầu đối với lợi nhuận sau thuế của công ty cũng như đối với tài sản của công ty. Cổ phiếu là vô thời hạn vì chúng không xác định cụ thể ngày kết thúc.

- Thị trường cấp một và thị trường cấp hai: Thị trường cấp một là nơi phát hành chứng khoán ra lần đầu và thị trường cấp hai là nơi giao dịch các loại chứng khoán đã được phát hành.

- Thị trường tiền tệ và thị trường vốn: Thị trường tiền tệ (bao gồm thị trường liên ngân hàng, thị trường hối đoái, thị trường vay nợ ngắn hạn) là thị trường tài chính trong đó các công cụ ngắn hạn (có kỳ hạn dưới một năm) được mua bán. Thị trường vốn (bao gồm thị trường cho thuê tài chính, thị trường thế chấp và thị trường chứng khoán) là thị trường cung cấp vốn trung hạn và dài hạn cho nền kinh tế.

- Thị trường các công cụ dẫn suất: là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn. Thị trường này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà quản trị tài chính.



(Nguồn: Frederic S.Mishkin - 1995, Tiền tệ, Ngân hàng và Thị trường Tài chính, NXB Khoa học và Kỹ thuật)

Sơ đồ 1.1 .Thị trường tài chính

Sơ đồ 1.1 cho thấy, sự chuyển dịch nguồn vốn được thực hiện qua hai kênh: tài trợ trực tiếp và tài trợ gián tiếp [30].

- Đối với kênh tài trợ trực tiếp, những người cần vốn sẽ huy động trực tiếp từ những người có vốn và có nhu cầu đầu tư bằng cách bán các chứng khoán cho họ. Các chứng khoán này là các công cụ tài chính, cung cấp quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản cho chủ sở hữu đối với người phát hành. Các chứng khoán này được mua bán rộng rãi trên thị trường cấp một và thị trường cấp hai.

- Đối với kênh tài trợ gián tiếp, những người cần vốn do các điều kiện khác nhau phải thông qua các trung gian tài chính để huy động vốn cho mình. Các trung gian tài chính là các ngân hàng thương mại, các tổ chức tín dụng, các tổ chức bảo hiểm...

Dù là trực tiếp hay gián tiếp, các trung gian tài chính với uy tín và các dịch vụ hỗ trợ như hoạt động đại lý, bảo lãnh, thanh toán, v.v... có vai trò cực kỳ quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế.

Như vậy, thông qua việc chuyển tiền, thị trường tài chính có vai trò quan trọng trong việc tích tụ tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, trên cơ sở đó làm tăng năng suất và hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế xã hội. Hoạt động này trực tiếp cải thiện mức sống cho cả những người có vốn và những người cần vốn để kinh doanh.

Nếu căn cứ theo các loại hàng hoá được mua bán trên đó, có thể phân loại thị trường tài chính thành thị trường nợ, thị trường vốn cổ phần và thị trường các công cụ dẫn suất [30]. Thị trường nợ là thị trường mà hàng hoá được mua bán tại đó là các công cụ nợ. Tiêu biểu cho các công cụ nợ là tín phiếu (ngắn hạn) và trái phiếu (trung hạn hay dài hạn); thị trường vốn cổ phần là nơi mua bán các cổ phiếu, giấy xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu là vô thời hạn vì chúng không xác định cụ thể ngày mãn hạn; Thị trường các công cụ dẫn suất là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn. Thị trường này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà quản trị tài chính.

Căn cứ vào thời hạn của vốn, người ta có thể phân thị trường tài chính thành hai loại, thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Thị trường tiền tệ là thị trường tài chính trong đó các công cụ ngắn hạn (có kỳ hạn dưới một năm) được mua bán, còn thị trường vốn là thị trường cung cấp vốn trung hạn và dài hạn cho nền kinh tế.

Qua những nội dung nêu trên, ta có thể thấy khái quát thị trường trái phiếu như sau: *“Thị trường trái phiếu là một bộ phận của thị trường tài chính, ở đó các loại trái phiếu được mua bán, trao đổi và giao dịch”*.

b, Đặc điểm của thị trường trái phiếu

Thứ nhất, thị trường trái phiếu là nơi mua bán, trao đổi, giao dịch các công cụ nợ trung và dài hạn, bao gồm trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu doanh nghiệp. Tại thị trường này nguồn vốn được huy động có chi phí rẻ hơn so với thị trường cổ phiếu. Các công cụ này được đảm bảo thanh toán trước, do vậy có độ an toàn khá cao, đặc biệt là trái phiếu Chính Phủ. Trái phiếu thường có thời hạn xác định, do vậy, mặc dù quy mô của thị trường là rất lớn, song hàng hóa trên thị trường thay đổi liên tục. Trái phiếu mới phát hành sẽ thay thế cho trái phiếu đáo hạn và quá trình đó diễn ra không ngừng. Thậm chí có những loại trái phiếu được phát hành không có ngày đáo hạn. Đặc điểm này gắn thị trường giao dịch với thị trường phát hành trái phiếu.

Thứ hai, quy mô của thị trường trái phiếu rất lớn. Thị trường trái phiếu thường có quy mô lớn gấp nhiều lần thị trường cổ phiếu. Ở Mỹ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp có quy mô lớn gấp đôi so với thị trường cổ phiếu, còn thị trường trái phiếu Chính Phủ và trái phiếu chính quyền địa phương có quy mô lớn gấp hơn chục lần so với thị trường cổ phiếu. Để tiết kiệm chi phí phát hành, các đợt phát hành trái phiếu thường có quy mô rất lớn với các phương thức phát hành khá đa dạng. Đặc điểm này yêu cầu các nhà đầu tư tham gia thị trường, đặc biệt là các nhà đầu tư trên thị trường sơ cấp phải có lượng vốn đủ lớn mới có thể tham gia liên tục vào thị trường phát hành và giao dịch trái phiếu.

Thứ ba, thị trường thường xuyên giao dịch với khối lượng và giá trị lớn nên thành viên tham gia thị trường chủ yếu là trung gian tài chính, do vậy, thị trường trái phiếu thường được tổ chức theo mô hình thị trường OTC với phương thức giao dịch chủ yếu phương thức là thoả thuận, với cách thức và thời gian thanh toán hết sức linh hoạt. Các ngân hàng thương mại thường đảm nhiệm vai trò là nhà tạo lập thị trường trái phiếu.

c, Vai trò của thị trường trái phiếu trong phát triển kinh tế

Xét trong mối quan hệ tương quan với các bộ phận của thị trường tài chính, bao gồm thị trường tiền tệ, thị trường hối đoái và thị trường vốn, thị trường chứng khoán trong đó có thị trường trái phiếu đóng một vai trò rất quan trọng bởi

lẽ, nó là một bộ phận cơ bản của thị trường vốn trung và dài hạn cho Chính Phủ và doanh nghiệp. Do vậy, sự tạo lập và phát triển thị trường trái phiếu có một ý nghĩa vô cùng quan trọng đối với sự phát triển của thị trường tài chính cũng như đối với sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. Thị trường trái phiếu thực hiện các vai trò chủ yếu sau:

Thứ nhất, đối với nền kinh tế quốc dân. Bất cứ quốc gia nào, việc thực hiện các mục tiêu của chiến lược phát triển kinh tế – xã hội phụ thuộc các nguồn vốn [48]. Do vậy, các mọi quốc gia đều chú trọng khai thác và sử dụng một cách có hiệu quả mọi tiềm năng về tài chính, tài nguyên, lao động, đất đai để phát triển sản xuất kinh doanh nhằm thực hiện thành công mục tiêu phát triển đặt ra. Một trong các nguồn để phục vụ đầu tư phát triển trung và dài hạn đó là nguồn vốn trái phiếu. Nguồn vốn trái phiếu có quy mô rất lớn, ổn định hơn kênh tín dụng, có mức độ rủi ro thấp, chi phí vốn nhỏ hơn so với thị trường vốn cổ phần.

Do vậy, là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính, thị trường trái phiếu phát triển cho phép huy động một nguồn vốn tiết kiệm lớn cung cấp cho nền kinh tế, đáp ứng được khoảng thời gian đầu tư trung và dài hạn điều này góp phần điều hòa lượng vốn trong nền kinh tế và chia sẻ sức ép với hệ thống ngân hàng [32].

Thứ hai, đối với Chính Phủ. Với tư cách vừa là nhà phát hành, vừa là người quản lý Nhà nước, Chính Phủ có nhiệm vụ xây dựng một thị trường trái phiếu ngày càng phát triển, cũng như thực hiện được các mục đích về điều hành các chính sách tài chính của mình. Như vậy, thông qua hoạt động của thị trường trái phiếu đã giúp cho Chính Phủ giải quyết được một số vấn đề sau:

- Phục vụ đáp ứng nhu cầu về vốn của Chính Phủ. Vay nợ của Chính Phủ là biện pháp để bù đắp thiếu hụt về vốn của Chính Phủ. Đối với các quốc gia có điều kiện nền kinh tế còn gặp nhiều khó khăn, tích lũy từ nội bộ nền kinh tế quốc dân còn thấp, nguồn thu của ngân sách Nhà nước (chủ yếu là thuế) có hạn, trong khi đó nhu cầu chi cho đầu tư phát triển kinh tế rất lớn dẫn đến nảy sinh những mất cân đối trong nền kinh tế mà điển hình là mất cân đối thu chi của Chính Phủ. Để cân đối, Chính Phủ có nhiều biện pháp như vay nước ngoài, phát hành tiền, vay trong nước.

Trong đó, việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu là biện pháp hữu hiệu nhất để bù đắp thiếu hụt, đồng thời còn tập trung được lượng vốn nhàn rỗi trong xã hội để tăng nguồn chi cho phát triển kinh tế - xã hội [18]. Biện pháp này được sử dụng tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, ngay cả những nước phát triển có nguồn thu tương đối lớn do nó không lệ thuộc vào vay nợ nước ngoài để gây nên sự mất ổn định về kinh tế. Tuy nhiên cần phải nắm vững nhu cầu vay vốn, mục đích sử dụng vốn, khả năng cung ứng nguồn vốn để từ đó xây dựng chiến lược và kế hoạch huy động vốn một cách có hiệu quả. Mặt khác cần phải thấy rằng khi vay nợ quá lớn sẽ tạo gánh nặng cho Chính Phủ trong việc trả gốc và lãi, vì vậy cần quản lý công tác vay nợ tốt để tránh gây nên sự bất ổn định về tài chính.

- Thúc đẩy phát triển thị trường vốn và thị trường chứng khoán. Phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán là một trong những nhân tố quyết định tốc độ phát triển kinh tế của một quốc gia trong nền kinh tế thị trường. Sự phát triển của thị trường vốn sẽ tạo điều kiện giao lưu giữa người có vốn muốn đầu tư và người có nhu cầu sử dụng vốn trên thị trường từ đó giải phóng nguồn lực tài chính để phát triển kinh tế. Trái phiếu có ưu điểm đặc biệt hơn so với các hình thức vay nợ khác là nó có khả năng trao đổi, nên trái phiếu mà điển hình là trái phiếu Chính Phủ có vị trí quan trọng trên thị trường chứng khoán; vai trò của trái phiếu Chính Phủ đối với việc hình thành và phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán thể hiện trên các giác độ sau: (i) Tạo ra chứng khoán ban đầu cho thị trường hoạt động; kinh nghiệm của các nước cho thấy, trong giai đoạn đầu mới thành lập của thị trường chứng khoán, trái phiếu Chính Phủ là hàng hoá chủ đạo của thị trường, do độ rủi ro của trái phiếu Chính Phủ thấp nên không gây nên sự đổ vỡ và bất ổn của thị trường khi khuôn khổ pháp lý chưa hoàn thiện và trình độ am hiểu về hoạt động chứng khoán của xã hội còn thấp. Hơn nữa do khối lượng trái phiếu Chính Phủ lớn, có tính thanh khoản cao nên lãi suất của trái phiếu Chính Phủ được dùng làm lãi suất chuẩn trên thị trường; (ii) Góp phần tăng cường chức năng định hướng phát triển và điều tiết thị trường của Chính Phủ: Thông qua việc sử dụng công cụ lãi suất đối với trái phiếu, Chính Phủ có thể điều tiết và định hướng thị trường theo mục tiêu của mình.

Hoạt động của thị trường vốn lại có tác động rất lớn đến nền kinh tế nói chung, do vậy thông qua hoạt động của thị trường này, Chính Phủ có thể sử dụng để quản lý vĩ mô nền kinh tế; (iii) Góp phần kiềm chế lạm phát, góp phần giảm tình trạng phát hành tiền để cân đối ngân sách.

- Làm đa dạng hoá các nguồn vốn đầu tư và hội nhập thị trường vốn quốc tế [52]. Thông qua việc phát hành trái phiếu ra quốc tế, Chính Phủ sẽ đạt được các mục đích: (i) Mở rộng quan hệ và nâng cao uy tín trên thị trường vốn quốc tế, đồng thời tạo thêm một kênh huy động vốn mới để bổ sung nguồn vốn phục vụ đầu tư phát triển. Đặc biệt đối với các nước đang phát triển việc phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế tạo điều kiện cho việc học hỏi nghiên cứu kinh nghiệm trên thị trường vốn quốc tế để từng bước xây dựng và phát triển thị trường vốn trong nước; (ii) Khi phát hành trái phiếu, Chính Phủ được độc lập về tài chính, sử dụng vốn vay mà không phải thực hiện các điều kiện ràng buộc và sự kiểm soát của những tổ chức và nhà đầu tư quốc tế; (iii) Trái phiếu quốc tế tạo cho Chính Phủ có khả năng huy động vốn dài hạn với khối lượng lớn. Đây là yếu tố rất quan trọng góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư cũng như tạo sự chủ động trong việc phân bổ nguồn lực tài chính; (iv) Chi phí huy động vốn qua trái phiếu quốc tế thông thường thấp hơn so với vay thương mại cùng kỳ hạn. Lãi suất đi vay cao hay thấp tùy thuộc vào từng mức độ tín nhiệm của mỗi quốc gia.

Thứ ba, đối với sự phát triển của doanh nghiệp. Sự phát triển của thị trường trái phiếu tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận được nguồn vốn linh hoạt và hiệu quả. Với kênh huy động này, các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu của mình phục vụ cho kế hoạch sản xuất kinh doanh trung và dài hạn của mình. Việc phát hành trái phiếu sẽ giúp doanh nghiệp giảm bớt sự phụ thuộc vào việc vay ngân hàng từ đó tránh được sự lo lắng về thời gian trả nợ vì đây thường là những khoản vay ngắn hạn. Đồng thời, cũng không phải chịu áp lực chia sẻ quyền quản lý cũng như sự pha loãng khi thực hiện phát hành cổ phiếu [45]. Bên cạnh đó, trên thị trường trái phiếu, các doanh nghiệp cũng sẽ thực hiện được việc kinh doanh trái phiếu để có thể tạo cơ hội kiếm lợi nhuận và giảm rủi ro.

Thư tư, đối với các nhà đầu tư. Thị trường trái phiếu Chính Phủ có chức năng chuyển các khoản tiết kiệm thành vốn đầu tư, một mặt huy động nguồn vốn nhàn rỗi để phục vụ tài trợ cho nền kinh tế. Đây là một công cụ đầu tư quan trọng đối với các nhà đầu tư có tổ chức mặc dù khả năng sinh lời không cao, song trái phiếu Chính Phủ là bước đệm để tránh được rủi ro, nhất là rủi ro phá sản do tính thanh khoản và độ an toàn cao, hơn nữa đối với các tổ chức tín dụng đây là công cụ đầu tư đang được khuyến khích và hưởng nhiều ưu đãi.

1.1.2.2. Cấu trúc thị trường trái phiếu

a, Các thành viên của thị trường trái phiếu. Bao gồm:

- *Cơ quan quản lý Nhà nước.* Thông qua một số cơ quan như Bộ Tài chính, NHTW, Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN)..., Chính Phủ tham gia thị trường với tư cách là nhà tổ chức và quản lý thị trường. Ủy ban chứng khoán Nhà nước là cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán, có chức năng quản lý và giám sát các thị trường chứng khoán, trong đó có thị trường trái phiếu, đồng thời, soạn thảo văn bản pháp luật liên quan đến trái phiếu và thị trường trái phiếu để trình các cấp có thẩm quyền xem xét quyết định, cũng như tổ chức và hướng dẫn thực hiện các văn bản đó; Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính, các Bộ chủ quản cũng có cũng có vai trò quan trọng trong hoạt động quản lý đối với các thành viên tham gia thị trường [42]. Chẳng hạn, Ngân hàng Trung ương, cơ quan quản lý Nhà nước trong lĩnh vực tiền tệ, tín dụng và ngân hàng có nhiệm vụ quản lý, hướng dẫn hoạt động của các ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng khác, bao gồm cả các hoạt động của các tổ chức này trên thị trường trái phiếu. Sự phối kết hợp giữa các cơ quan quản lý Nhà nước trong hoạt động quản lý thị trường, quản lý các thành viên có ý nghĩa quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả và đảm bảo an toàn cho hoạt động của thị trường.

- *Cơ quan quản lý thị trường.* Bao gồm: Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) và Trung tâm giao dịch phi tập trung (OTC). Sở giao dịch chứng khoán là địa điểm giao dịch có tổ chức để giao dịch các trái phiếu được niêm yết [30], [55]. Sở giao dịch thực hiện vận hành thị trường thông qua bộ máy tổ chức bao gồm nhiều bộ

phận khác nhau phục vụ các hoạt động trên thị trường chính thức. Ngoài ra, Sở giao dịch cũng ban hành những quy định điều chỉnh các hoạt động giao dịch chứng khoán ở Sở, phù hợp với các quy định luật pháp về chứng khoán và giao dịch chứng khoán. Đối với trung tâm OTC, tùy theo mỗi quốc gia mà trung tâm này do Chính Phủ thành lập và quản lý hoặc dưới hình thức tự quản do các hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán thành lập và quản lý. Hoạt động giao dịch trên thị trường OTC có quy chế chặt chẽ và chịu sự quản lý giám sát hoạt động của thị trường từ phía các cơ quan quản lý Nhà nước. Hoạt động của thị trường OTC làm cho hoạt động của thị trường trái phiếu sôi động hơn, trái phiếu được luân chuyển, giao dịch thuận lợi và nâng cao tính thanh khoản của các loại trái phiếu .

- *Hiệp hội kinh doanh trái phiếu.* Đây là tổ chức được thành lập bởi các công ty chứng khoán và một số thành viên khác hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán. Hiệp hội hoạt động nhằm mục đích chia sẻ thông tin, bảo vệ quyền lợi cho các thành viên nói riêng và cho tất cả các nhà đầu tư nói chung. Hiệp hội các nhà kinh doanh trái phiếu thường là một tổ chức tự quản.

- *Các tổ chức phát hành.* Bao gồm:

Một là, Chính Phủ và chính quyền địa phương: Chính Phủ tham gia thị trường như một tổ chức phát hành. Với tư cách là một chủ thể phát hành, trái phiếu Chính Phủ, cùng với các trái phiếu của các chính quyền địa phương là một trong những loại trái phiếu được phát hành nhiều nhất trên thị trường. Điều này có thể lý giải là do không phải lúc nào Chính Phủ cũng có thể ngay lập tức bù đắp sự thiếu hụt vốn xảy ra khá thường xuyên trong chi tiêu của mình bằng cách yêu cầu Ngân hàng Trung ương in thêm tiền mặt để đưa vào lưu thông. Giá phải trả cho việc in thêm tiền mặt để đưa vào lưu thông là lạm phát tăng cao dẫn đến sự bất ổn về kinh tế. Do đó, việc huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu là việc làm phổ biến nhất và là cách thức tài trợ tối ưu nhất cho Ngân sách thâm hụt hiện nay của các quốc gia trên thế giới nhằm tài trợ cho thâm hụt Ngân sách cũng như đầu tư cho các dự án phục vụ chiến lược phát triển kinh tế - xã hội.

Hai là, doanh nghiệp. Dù là doanh nghiệp thuộc thành phần nào hoạt động sản xuất kinh doanh trên thị trường đều phải thực hiện việc huy động vốn thông qua nhiều kênh khác nhau [22]. Tùy theo từng thời điểm của nền kinh tế cũng như chiến lược phát triển của mình mà các doanh nghiệp sẽ tiến hành sử dụng hình thức huy động vốn nào cho phù hợp. Thông thường các doanh nghiệp thường huy động vốn đầu tư qua các hình thức sau: vay thương mại, phát hành trái phiếu và tiếp nhận vốn góp.

Việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu thường được doanh nghiệp sử dụng trong việc thực hiện đầu tư vào các dự án lớn có thời gian thu hồi vốn lâu (những trường hợp này ngân hàng thường không mấy mặn mà trong việc cho vay). Việc huy động vốn bằng hình thức này cũng sẽ làm cho doanh nghiệp có một cơ cấu vốn hợp lý, tránh bị pha loãng cổ phiếu, quyền kiểm soát cũng như chủ động trong việc thực hiện chiến lược kinh doanh của mình [46]. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ đem lại rất nhiều lợi ích cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, đây là điều không phải doanh nghiệp nào cũng dễ dàng thực hiện [60].

- *Các nhà đầu tư:* Nếu coi người phát hành trái phiếu là đối tượng tạo ra sức cung hàng hoá thì các nhà đầu tư chính là những người tạo ra sức cầu hàng hoá trên thị trường trái phiếu. Nói một cách khác, nếu người phát hành bán các trái phiếu của mình thì chủ thể đầu tư là những đối tượng trực tiếp mua chúng. Có thể chia thành hai loại chủ thể đầu tư: Các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân. Họ có thể là người bản địa cũng có thể là người nước ngoài. (i) *Các nhà đầu tư tổ chức:* Đây là các nhà đầu tư đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động của thị trường trái phiếu. Họ là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, thường xuyên mua bán trái phiếu với số lượng lớn trên thị trường. Một số các nhà đầu tư chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán là các quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm, các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại.... và đây là những tổ chức có nghiệp vụ chuyên môn cao về đầu tư chứng khoán. Họ sử dụng số vốn huy động từ các nguồn để đầu tư vào trái phiếu với mục đích cuối cùng là thu được một khoản lợi nhuận. Hơn thế nữa, trái phiếu Chính Phủ là loại trái phiếu có tính thanh khoản cao nhất nên các doanh nghiệp, nhất là các Ngân hàng thương mại rất ưa thích nắm giữ để nhằm mục đích thuận lợi cho việc

quản lý khả năng thanh toán hay thanh khoản hơn là vì mục đích sinh lời; (ii) *Các nhà đầu tư cá nhân*: là các hộ gia đình với số vốn không nhiều, các nhà đầu tư cá nhân luôn phải lựa chọn cho mình những hình thức đầu tư phù hợp với khả năng cũng như mức độ chấp nhận rủi ro của mình. Trong các loại trái phiếu, trái phiếu Chính Phủ là loại hàng hoá có uy tín nhất trên thị trường và không có rủi ro trong vấn đề thanh toán và như vậy họ có thể tin tưởng ở mức lợi nhuận mà mình nhận được khi mua bán trái phiếu này.

- *Các trung gian tài chính và hỗ trợ thị trường*. Thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển luôn đòi hỏi phải cần có nhiều tổ chức trung gian tài chính và hỗ trợ giao dịch, họ là cầu nối giữa người mua và người bán trái phiếu với nhau. Họ bao gồm:

+ *Tổ chức bảo lãnh phát hành*: là việc tổ chức bảo lãnh giúp Chính Phủ và doanh nghiệp thực hiện các thủ tục trước khi phát hành trái phiếu ra thị trường, phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư và có trách nhiệm mua một phần hay toàn bộ trái phiếu còn lại chưa phân phối hết. Bảo lãnh phát hành gồm hai nội dung cơ bản: tư vấn tài chính và phân phối trái phiếu.

Thông thường để phát hành trái phiếu, tổ chức phát hành cần phải có một hoặc một số tổ chức bảo lãnh phát hành. Với khối lượng trái phiếu không lớn thì chỉ cần có một tổ chức bảo lãnh phát hành, còn trong trường hợp trái phiếu được phát hành với khối lượng lớn, vượt quá khả năng của một tổ chức bảo lãnh thì cần phải có một tổ hợp bảo lãnh phát hành, bao gồm một hoặc một số tổ chức phát hành chính và các tổ chức bảo lãnh phát hành thành viên. Tập đoàn bảo lãnh này có thể là tổ hợp Ngân hàng đầu tư, khi Chính Phủ và doanh nghiệp phát hành trái phiếu với khối lượng lớn, họ đứng ra như một tổ chức bảo lãnh và các tổ chức khác có vai trò như những đại lý phân phối trái phiếu.

Các tổ chức bảo lãnh phát hành được hưởng phí bảo lãnh hoặc một tỷ lệ hoa hồng nhất định trên số tiền thu được từ đợt phát hành. Phí bảo lãnh phát hành là phần trăm số tiền theo thoả thuận với tổ chức phát hành mà nhà tổ chức bảo lãnh nhận được khi bán trái phiếu cho nhà đầu tư.

+ *Các tổ chức kinh doanh trái phiếu*: bao gồm các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại và các tổ chức khác được phép kinh doanh theo quy định của pháp luật (các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ...). Các tổ chức này chủ yếu hoạt động trên thị trường thứ cấp, có chức năng làm trung gian môi giới cho các tổ chức, cá nhân có nhu cầu mua bán trái phiếu để hưởng phí môi giới và thực hiện các giao dịch mua bán cho chính bản thân mình để kiếm lợi nhuận.

+ *Các nhà tạo lập thị trường*: hoạt động của các nhà tạo lập cũng giống những các tổ chức kinh doanh trái phiếu [42]. Tuy nhiên, nhà tạo lập thị trường là những người tạo ra thị trường có tính thanh khoản cao bằng cách thường xuyên yết lên các mức giá chào mua, chào bán, qua đó, đảm bảo một thị trường hai chiều (mua bán liên tục [66]). Do đó trong hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu, nhà tạo lập luôn phải nắm giữ một lượng trái phiếu đủ lớn để sẵn sàng bán khi có yêu cầu đặt mua, đồng thời phải dự trữ ngân quỹ để mua trái phiếu khi nhà đầu tư có yêu cầu bán. Còn khi hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu bằng hình thức môi giới hay đại lý (tổ chức trung gian), các nhà tạo lập thị trường chỉ là người đại diện, thay mặt khách hàng thực hiện giao dịch và hưởng hoa hồng.

Hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu chứa đựng rủi ro hơn hoạt động kinh doanh trái phiếu. Do phải nắm giữ lượng đủ lớn trái phiếu và tiền mặt cho hoạt động tạo lập thị trường, các nhà tạo lập thị trường phải đầu tư lượng vốn đủ lớn và khả năng luân chuyển vốn bị hạn chế. Họ phải trang bị hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật đủ mạnh, đội ngũ nhân sự đủ lớn cho hoạt động tạo lập thị trường. Bên cạnh đó, khi trái phiếu giảm giá, hoặc rủi ro phá sản từ tổ chức phát hành, nhà tạo lập thị trường có thể bị thua lỗ. Thông tin của nhà tạo lập thị trường là thông tin cấp một, do vậy, họ có lợi thế về thông tin so với các nhà đầu tư khác, song họ có thể bị tổn thất khi có hiện tượng thông tin nội gián. Các nhà tạo lập thị trường thường phải mua khi chứng khoán lên giá và phải bán khi chứng khoán giảm giá, mặc dù với khối lượng tối thiểu theo quy định, song có thể gây thua lỗ lớn, đặc biệt là ở những thị trường mà rủi ro thị trường cao, giá trái phiếu bị ảnh hưởng quá lớn của tâm lý nhà đầu tư. Bên cạnh đó, các tổ chức này còn cung cấp cho khách hàng các dịch vụ hỗ trợ khác như tư vấn

đầu tư, hay các dịch vụ khác có liên quan đến hoạt động giao dịch trái phiếu như lưu ký, thanh toán. Các tổ chức kinh doanh có vai trò rất quan trọng trong đảm bảo tính thanh khoản của trái phiếu trên thị trường.

+ *Tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán chứng khoán*: là pháp nhân thành lập và hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ phần; Trung tâm có chức năng tổ chức và giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán (trong đó có trái phiếu) cho khách hàng, giúp khách hàng thực hiện các quyền liên quan đến sở hữu chứng khoán [33].

+ *Tổ chức định mức tín nhiệm*: là tổ chức được hình thành nhằm mục đích đánh giá mức độ tín nhiệm của tổ chức phát hành và xếp hạng chúng theo mức độ rủi ro mất khả năng thanh toán để các nhà đầu tư có những thông tin cần thiết, trên cơ sở đó có thể đưa ra các quyết định đầu tư. Đối với trái phiếu Chính Phủ thì mức độ tín nhiệm được đánh giá là cao nhất và hầu như không có rủi ro và như vậy phụ phí phát hành sẽ thấp và lãi suất của nó cũng sẽ không thể cao so với các loại trái phiếu khác có tính rủi ro cao. Hoạt động định mức tín nhiệm không thể thiếu khi tiến hành phát hành trái phiếu, đặc biệt là phát hành ra thị trường vốn quốc tế. Khi một nhà phát hành có định mức tín nhiệm cao thì việc phát hành trái phiếu sẽ thuận lợi, dễ dàng, giảm được chi phí huy động vốn và họ có thể phát hành trái phiếu ở mức lãi suất thấp hơn lãi suất các loại hình tín dụng khác nhưng vẫn thu hút được các nhà đầu tư. Định mức tín nhiệm nâng cao trách nhiệm của người phát hành đối với nhà đầu tư vì việc đánh giá định mức tín nhiệm liên quan đến uy tín của người phát hành, điều đó thúc đẩy người phát hành thực hiện tốt hơn cam kết đối với nhà đầu tư trong việc đảm bảo thanh toán tiền lãi và tiền vốn vay.

b, Phân loại thị trường trái phiếu

Thứ nhất, phân loại theo hình thức tổ chức thị trường. Bao gồm:

- *Sở giao dịch chứng khoán*: Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) là thị trường giao dịch chứng khoán được thực hiện tại một địa điểm tập trung gọi là sàn giao dịch (trading floor) hoặc thông qua hệ thống máy tính. Thị trường hoạt động theo

nguyên tắc trung gian hay nguyên tắc không có người mua, người bán cuối cùng. Theo cách thức đó, các nhà đầu tư phải mở tài khoản thanh toán và lưu ký chứng khoán, phải ký hợp đồng kinh doanh với các công ty chứng khoán, các công ty môi giới. Khi có nhu cầu mua bán chứng khoán, nhà đầu tư sẽ uỷ quyền cho các công ty chứng khoán, các công ty môi giới đại diện cho họ thực hiện mua bán chứng khoán thông qua hoạt động đấu giá hoặc thỏa thuận tập trung tại sàn giao dịch. Như vậy, tại thị trường tập trung, chỉ có các thành viên chính thức mới được trực tiếp thực hiện các giao dịch tại sàn, các thành viên khác bắt buộc phải thực hiện giao dịch thông qua các thành viên chính thức của thị trường.

Phương thức giao dịch tại Sở giao dịch là phương thức đấu giá, trong đó các lệnh mua, bán được ghép với nhau trên cơ sở đó hình thành giá cả cạnh tranh tốt nhất. Trong đấu giá theo lãi suất, lãi suất thấp hơn sẽ được ưu tiên. Trên cơ sở cạnh tranh, giá cả sẽ phản ánh chính xác cung cầu chứng khoán trên thị trường, từ đó, cung cấp chính xác thông tin về chi phí vốn cho các nhà phát hành. Bên cạnh phương thức đấu giá, sở giao dịch còn thực hiện phương thức giao dịch thỏa thuận cho các giao dịch khối và giao dịch trái phiếu. Những giao dịch này có khối lượng lớn và thường dành cho các nhà đầu tư có tổ chức.

Để được giao dịch tại thị trường chứng khoán tập trung thì trái phiếu phải niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán. Sở giao dịch chứng khoán được đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Ủy ban Chứng khoán quốc gia và các giao dịch phải tuân theo các quy định của Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

- *Thị trường phi tập trung (OTC)*. Thị trường phi tập trung hay còn gọi là thị trường OTC là thị trường của các nhà buôn, những người tạo lập thị trường [30], [10]. Trong đó, việc giao dịch mua bán chứng khoán không diễn ra tại một địa điểm tập trung mà thông qua hệ thống máy tính nối mạng giữa các thành viên của thị trường (vì vậy, có quan điểm cho rằng đây là thị trường bậc cao). Thông thường, khối lượng giao dịch trên thị trường OTC thường rất lớn. Việc mua bán trên thị trường OTC được thực hiện thông qua thương lượng, mặc cả giữa bên mua và bên bán. Thị trường OTC không có sàn giao dịch cũng như quầy giao dịch các loại trái

phiếu. Tuy nhiên, trên thị trường có những công ty chuyên kinh doanh những loại chứng khoán nhất định (nhà tạo thị trường) sẵn sàng mua hoặc bán một loại trái phiếu nhất định (hay chứng khoán nói chung) theo giá mà họ niêm yết. Các nhà môi giới và tạo lập thị trường này có thể mua bán trái phiếu với tư cách là nhà môi giới của khách hàng (đại lý) hoặc là nhà giao dịch của chính mình. Tùy từng điều kiện cụ thể mà công ty đó có thể yết giá chắc chắn là sẵn sàng mua hoặc bán với số lượng chào bán và đặt mua theo mức giá yết đưa ra; yết giá phụ thuộc, giá mà người tạo thị trường tiến hành "yết giá" phụ thuộc vào sự xác nhận của đối tác giao dịch; yết giá có chủ định, trong trường hợp này người tạo thị trường tập trung các nhu cầu giao dịch mà họ đã biết rồi tìm cách thương lượng một giao dịch. Đối với các nhà giao dịch trái phiếu thì nguồn thông tin tốt nhất bao gồm tất cả các mối quan hệ của họ trong hoạt động kinh doanh.

Thứ hai, phân loại theo quá trình luân chuyển vốn. Theo cách tiếp cận này, thị trường trái phiếu bao gồm 2 loại thị trường là thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp [30].

- *Thị trường sơ cấp.* Đây là nơi các trái phiếu của tổ chức phát hành được bán ra lần đầu. Các trái phiếu được phát hành ra công chúng lần đầu tiên được gọi là trái phiếu phát hành mới. Tại thị trường này, giá của trái phiếu là giá phát hành; Việc mua bán trái phiếu trên thị trường này làm tăng vốn cho nhà phát hành. Thông qua việc phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp, Chính Phủ và doanh nghiệp sẽ có thêm nguồn vốn để tài trợ cho kế hoạch trung và dài hạn của mình; Trên thế giới có các hình thức phát hành trái phiếu như: bảo lãnh phát hành, đấu thầu, đại lý phát hành, phát hành qua tổ hợp ngân hàng đầu tư và bán lẻ. Trong đó phương thức bảo lãnh phát hành và đấu thầu là những hình thức quan trọng (đặc biệt là đối với Chính Phủ trong việc phát hành thường xuyên với khối lượng lớn trái phiếu ra thị trường, từ đó tạo cơ sở để xây dựng một đường cong lãi suất chuẩn).

- *Thị trường thứ cấp.* Sau khi được phát hành trên thị trường sơ cấp, trái phiếu được giao dịch trên thị trường thứ cấp, đây là nơi các trái phiếu được mua đi bán lại giữa các tổ chức, cá nhân đầu tư với nhau. Điểm khác biệt cơ bản giữa thị trường sơ cấp và thứ cấp là tại thị trường sơ cấp, tổ chức phát hành thu tiền theo từng đợt phát hành,

còn tại thị trường thứ cấp thì không như vậy. Việc mua đi bán lại trái phiếu trên thị trường này nhằm mục đích kiếm lợi nhuận do chênh lệch giá của các nhà đầu tư.

Có thể nhận thấy, hai thị trường này có những điểm khác nhau cơ bản về nội dung và mục đích hoạt động, tuy nhiên chúng lại có một mối quan hệ vô cùng mật thiết và hỗ trợ lẫn nhau. Thị trường trái phiếu sơ cấp là cơ sở, tiền đề còn thị trường thứ cấp là động lực. Nếu không có thị trường sơ cấp, trái phiếu sẽ không được phát hành thì thị trường thứ cấp không thể xuất hiện. Ngược lại, nếu không có thị trường thứ cấp, trái phiếu không thể mua bán được dễ dàng và như vậy tính thanh khoản của trái phiếu không có, đồng nghĩa với việc thị trường thứ cấp không thể tồn tại và phát triển được. Chính vì vậy, nếu muốn thị trường trái phiếu hoạt động một cách có hiệu quả, nhất thiết cần phải có sự tồn tại và phát triển song song của cả hai loại thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Mục đích cuối cùng của Chính Phủ và doanh nghiệp là phải tăng cường hoạt động huy động vốn trên thị trường sơ cấp vì tại thị trường này vốn mới thực sự vận động từ người tiết kiệm sang nhà đầu tư (Chính Phủ và doanh nghiệp), còn sự vận động trên thị trường thứ cấp chỉ là tư bản ảo, không tác động trực tiếp tới việc tập trung và tích tụ vốn phục vụ cho phát triển kinh tế[30].

Thứ ba, bên cạnh đó còn có một số cách phân loại như: (i) Theo tổ chức phát hành gồm: (i) thị trường trái phiếu Chính Phủ, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương và thị trường trái phiếu doanh nghiệp; (ii) Theo phương thức giao dịch gồm: thị trường giao ngay và thị trường kỳ hạn (tương ứng với nó là hai hình thức giao dịch phổ biến là giao dịch mua đứt bán đoạn - out-right và giao dịch mua bán lại - repo).

- *Thị trường giao ngay:* là thị trường mua bán trái phiếu theo giá tại thời điểm giao dịch nhưng việc thực hiện thanh toán và giao hàng có thể diễn ra sau đó một vài ngày theo thỏa thuận.

- *Thị trường kỳ hạn:* Là thị trường mua bán trái phiếu theo một loại hợp đồng định sẵn, giá cả được thỏa thuận trong ngày giao dịch, nhưng việc thanh toán và giao hàng xảy ra trong một thời hạn ở tương lai.

1.2. HOẠT ĐỘNG CƠ BẢN TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

1.2.1. Hoạt động phát hành trái phiếu

a, Bảo lãnh phát hành trái phiếu

Bảo lãnh phát hành là việc 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. Trái phiếu do các tổ chức bảo lãnh phát hành được bán theo hình thức chiết khấu và ngang mệnh giá. Dưới đây là một số phương thức bảo lãnh:

+ *Bảo lãnh với cam kết chắc chắn (bảo lãnh toàn phần)*: là phương thức, trong đó tổ chức bảo lãnh cam kết sẽ mua toàn bộ trái phiếu của nhà phát hành cho dù trong trường hợp không phân phối hết. Hay nói một cách khác, tổ chức bảo lãnh phát hành phải cam kết thanh toán đầy đủ số tiền bán trái phiếu cho nhà phát hành kể cả có bán được hết hay không.

+ *Bảo lãnh từng phần*: là phương thức mà tổ chức bảo lãnh nhận mua một phần (được quy định trong hợp đồng) số trái phiếu của nhà phát hành nếu phân phối không hết.

+ *Bảo lãnh với cố gắng cao nhất*: là hình thức trong đó, tổ chức bảo lãnh hoạt động như một đại lý cho nhà phát hành; tổ chức bảo lãnh sẽ nỗ lực tối đa nhưng không cam kết trong việc phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư. Trong trường hợp nếu không bán hết, tổ chức bảo lãnh sẽ được quyền hoàn trả số trái phiếu còn lại cho nhà phát hành mà không bị chịu phạt và đây là hình thức được các tổ chức bảo lãnh hay áp dụng nhất.

+ *Bảo lãnh theo phương thức bán tất cả hoặc không*: là hình thức mà tổ chức bảo lãnh cũng phải cố gắng tối đa để bán hết số chứng khoán do tổ chức phát hành yêu cầu. Trường hợp không bán hết, đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ và tổ chức bảo lãnh sẽ không được nhận bất kỳ một khoản hoa hồng nào và số tiền đã bán trái phiếu sẽ được hoàn trả cho các nhà đầu tư.

+ *Bảo lãnh theo phương thức tối thiểu – tối đa*: đây là phương thức mà tổ chức phát hành yêu cầu tổ chức bảo lãnh phải phân phối một tỷ lệ tối thiểu nhất

định trái phiếu phát hành. Nếu không đạt được tỷ lệ đó thì toàn bộ đợt phát hành bị huỷ bỏ và tổ chức bảo lãnh sẽ không được nhận bất kỳ một khoản hoa hồng nào.

b, Đấu thầu

Hình thức đấu thầu trái phiếu là việc bán trái phiếu cho các tổ chức, cá nhân tham gia đấu thầu, đáp ứng đủ các yêu cầu và có mức lãi suất đặt thầu thấp nhất (hay giá đặt thầu cao nhất) [32]. Việc đấu thầu trái phiếu có thể được thực hiện tại nơi phát hành, có thể đấu thầu thông qua các tổ chức trung gian tài chính hoặc có thể được thực hiện qua Sở giao dịch chứng khoán (các đối tượng tham gia tại SGDCK phải đáp ứng đủ các điều kiện theo quy định của pháp luật). Các nhà đầu tư nhỏ tham gia đấu thầu trái phiếu thông qua các thành viên đấu thầu.

Việc xác định khối lượng và lãi suất trúng thầu căn cứ vào khối lượng và lãi suất đặt thầu của các thành viên, khối lượng vốn cần huy động và lãi suất chỉ đạo (nếu có). Khối lượng trúng thầu được chọn bắt đầu từ mức lãi suất đặt thầu thấp nhất đến mức lãi suất chỉ đạo (nếu có). Tại mức lãi suất đặt thầu mà khối lượng đặt thầu vượt quá khối lượng vốn cần huy động thì khối lượng trúng thầu được phân chia cho mỗi phiếu đặt thầu theo tỷ lệ thuận giữa khối lượng vốn cần huy động còn lại và khối lượng đặt thầu của từng phiếu tại mức lãi suất đó. Trên thế giới hiện nay thường áp dụng 2 phương thức đấu giá theo kiểu Hà Lan và Mỹ. Nếu đấu giá theo kiểu Hà Lan (Dutch Auction) thì lãi suất trúng thầu cao nhất sẽ là lãi suất áp dụng chung cho mọi đối tượng trúng thầu; nếu đấu giá theo kiểu Mỹ (American Auction) thì các thành viên trúng thầu sẽ mua trái phiếu có lãi suất đúng bằng lãi suất họ đã đặt thầu.

Trái phiếu đấu thầu qua thị trường chứng khoán tập trung được bán theo các hình thức: bán chiết khấu; bán ngang mệnh giá; bán cao hoặc thấp hơn mệnh giá.

c, Đại lý phát hành

Hình thức đại lý phát hành trái phiếu là việc tổ chức được phép làm đại lý phát hành trái phiếu thoả thuận với tổ chức phát hành nhận bán trái phiếu. Trường hợp không bán hết, tổ chức đại lý phát hành được phép hoàn trả lại số trái phiếu cho tổ

chức phát hành mà không có trách nhiệm phải mua lại số trái phiếu không bán hết đó và các tổ chức này sẽ được hưởng một khoản phí nhất định theo mức thoả thuận với nhà phát hành.

Đại lý thanh toán trái phiếu là tổ chức được nhà phát hành uỷ quyền thanh toán gốc và lãi trái phiếu khi đến hạn phải thanh toán. Các đại lý này cũng sẽ được hưởng một khoản phí thanh toán nhất định theo mức thoả thuận với nhà phát hành.

Trái phiếu do các tổ chức làm đại lý phát hành được bán theo hình thức giống như các tổ chức bảo lãnh phát hành.

d, Phát hành qua tổ hợp ngân hàng đầu tư

Hình thức này áp dụng khi cơ quan phát hành uỷ thác việc phát hành trái phiếu cho Ngân hàng Trung ương. Phương thức tiến hành là một tổ hợp ngân hàng đầu tư lớn sẽ đứng ra thảo luận mức lãi suất với ngân hàng Trung ương. Sau đó, toàn bộ khối lượng trái phiếu phát hành sẽ được tổ hợp đảm nhận mua và phân phối.

c, Bán lẻ

Với hình thức này, nhà phát hành tiến hành tự tổ chức phát hành trái phiếu cho nhà đầu tư mà không thông qua bất cứ một tổ chức trung gian nào. Hình thức phát hành này phù hợp khi huy động với khối lượng vốn không lớn. Ưu điểm là chi phí phát hành tương đối thấp. Tuy nhiên, có thể việc huy động sẽ bị kéo dài và khối lượng huy động không đảm bảo theo kế hoạch vì phạm vi thị trường thường nhỏ hẹp.

Tại nhiều nước trên thế giới thường kết hợp các hình thức phát hành như đấu thầu (theo giá hoặc theo lãi suất) kết hợp với phát hành qua tổ hợp ngân hàng đầu tư và hình thức phát hành trực tiếp. Việc kết hợp này nhằm mục tiêu thực hiện chính sách tài chính – tiền tệ, Chính Phủ thường định kỳ phát hành nhằm tránh tác động tiêu cực tới thị trường tài chính và cung cấp lãi suất chuẩn cho thị trường. Hoạt động phát hành TPCP không phải xin phép UBCKNN. Thông qua nhu cầu và kế hoạch phát hành được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt, Chính Phủ thực hiện việc phát hành trái phiếu thông qua các hình thức: đấu thầu (đấu giá theo giá, theo lãi suất);

phát hành qua tổ hợp các ngân hàng đầu tư và bán lẻ qua hệ thống Kho bạc. Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp khác với TPCP là đều phải xin phép và được sự đồng ý của UBCKNN; khi tiến hành phát hành, các doanh nghiệp phải tuân thủ theo đúng các thủ tục và quy trình do các cơ quan Nhà nước có thẩm quyền quy định. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp thường thông qua hình thức sau: phát hành riêng lẻ (đây là hình thức phát hành trong phạm vi hẹp, không tiến hành bán rộng rãi ra công chúng. Do vậy, việc phát hành này chịu sự điều chỉnh của Luật DN và không phải là đối tượng quy định pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán [33]); phát ra công chúng với các phương thức tự phát hành, thông qua đại lý và bảo lãnh [30], [48].

1.2.2. Hoạt động giao dịch trái phiếu

1.2.2.1. Giao dịch trên sổ giao dịch chứng khoán (thị trường tập trung)

Các giao dịch được thực hiện trên Sổ Giao dịch chứng khoán theo hình thức đấu giá. Hình thức đấu giá được sử dụng chủ yếu cho các giao dịch giao ngay [30], [10]. Tùy thuộc vào sự phát triển của hệ thống giao dịch ở các Sở giao dịch, hình thức đấu giá được thực hiện khác nhau.

Đối với các Sở giao dịch sử dụng hệ thống giao dịch thủ công, hình thức đấu giá được thực hiện thủ công bằng tay tại sàn giao dịch. Hệ thống giao dịch thủ công cho đến nay đã không còn được sử dụng nữa, thay vào đó là hệ thống giao dịch thông qua máy tính điện tử.

Tùy theo sự phát triển của từng thị trường, giao dịch qua máy tính điện tử có thể áp dụng hình thức bán tự động hay tự động hoàn toàn.

- *Giao dịch bán tự động*: là hình thức kết hợp giữa giao dịch thủ công với giao dịch qua máy tính điện tử. Theo hình thức này, một số khâu trong công đoạn giao dịch như nhận lệnh, ghép lệnh..., thanh toán, bù trừ, lưu ký được thực hiện qua máy tính còn các khâu còn lại sẽ thực hiện theo hình thức thủ công.

- *Giao dịch điện tử tự động hoá hoàn toàn* là hệ thống giao dịch trong đó tất cả các khâu đều thông qua hệ thống máy tính. Các SGDCK không còn khái niệm Sàn giao dịch, tại đó chỉ có hệ thống các máy vi tính [14].

Giá giao dịch tại SGDCK sẽ được xác lập theo phương pháp so khớp các tập hợp lệnh hoặc đơn lệnh. Nếu như giá giao dịch được xác lập theo phương pháp so khớp đơn lệnh thì về tính chất của giá cũng được hình thành như giao dịch thủ công. Trường hợp giá giao dịch xác lập theo tập hợp lệnh đăng ký thì giá chốt là mức giá cho khối lượng giao dịch là lớn nhất.

Giao dịch trên thị trường này được thực hiện dựa trên xương sống là các hệ thống giao dịch trái phiếu đầy đủ bao gồm cả hệ thống thanh toán, hệ thống lưu ký và các hệ thống thông tin. Kết quả giao dịch trên hệ thống giao dịch này được coi là có căn cứ pháp lý và được đẩy sang hệ thống lưu ký để thực hiện thanh toán bù trừ. Hệ thống giao dịch đầy đủ thường do các SGDCK hay Ngân hàng trung ương đảm nhiệm.

1.2.2.2. Giao dịch trái phiếu trên thị trường phi tập trung (OTC):

Các giao dịch trái phiếu được thực hiện trên thị trường OTC sử dụng hình thức thức thoả thuận. Hình thức thoả thuận được sử dụng cho cả các giao dịch giao ngay, giao dịch kỳ hạn và giao dịch quyền chọn. Theo hình thức này, các giao dịch có thể là giao dịch môi giới hoặc giao dịch tự doanh [30], [42].

- Giao dịch môi giới

Khi một khách hàng muốn mua hoặc bán một loại trái phiếu nào đó với một số lượng nhất định, khách hàng ra lệnh cho công ty chứng khoán nơi mở tài khoản, lệnh có thể ra trực tiếp theo mẫu lệnh bằng giấy hoặc qua điện thoại, fax hoặc hệ thống máy tính nối mạng diện rộng. Lệnh mua bán trái phiếu được chuyển đến Phòng giao dịch của công ty chứng khoán. Trong bộ phận giao dịch, lệnh được chuyển cho nhà môi giới lập giá. Ở đây có thể chia ra hai trường hợp:

Một là nếu công ty chứng khoán là người tạo thị trường cho các loại trái phiếu khách hàng đặt mua bán thì bộ phận giao dịch của công ty giao dịch sẽ trực tiếp thương lượng và thoả thuận với khách hàng.

Hai là nếu công ty chứng khoán không phải là người tạo thị trường thì bộ phận giao dịch của công ty chứng khoán sẽ liên hệ với các nhà tạo thị trường cho loại trái phiếu này. Thông thường, bộ phận giao dịch sẽ liên hệ với các nhà tạo thị trường

khác thông qua hệ thống báo giá cấp 2 để biết được các mức giá chào bán và đặt mua. Bộ phận giao dịch sẽ thực hiện lệnh của khách hàng với nhà giao dịch môi giới (nhà tạo thị trường) nào đưa ra giá có lợi nhất (giá tốt nhất) cho khách hàng.

Sau khi hoàn tất giao dịch, bộ phận giao dịch sẽ lập bảng xác nhận giao dịch cho khách hàng và chuyển kết quả giao dịch tới bộ phận thanh toán để làm thủ tục thanh toán.

- Giao dịch tự doanh

Trên thị trường OTC, các công ty chứng khoán, các NHTM giao dịch mua bán trái phiếu cho chính mình rất phổ biến [42], [44]. Đó là nghiệp vụ công ty chứng khoán mua bán trái phiếu bằng nguồn vốn của mình để hưởng lợi nhuận. Cũng như các nghiệp vụ giao dịch khác, khi mua bán trái phiếu cho chính mình, bộ phận giao dịch mua bán của công ty sẽ thực hiện. Công ty chứng khoán tính phần tăng giá đối với một khoản mua hoặc khấu trừ giá đối với một khoản bán. Khoản phí này thường do công ty quy định và phải phù hợp quy định chênh lệch giá tối đa của Hiệp hội các nhà giao dịch trái phiếu. Do giao dịch tự doanh không phải là các giao dịch môi giới nên không tính các khoản phí hoa hồng, mà giá của trái phiếu giao dịch được điều chỉnh phản ánh khoản phí đó.

Giao dịch trên thị trường OTC không được hỗ trợ nghiệp vụ thanh toán, cũng như không hỗ trợ đầy đủ các nghiệp vụ khác có liên quan đến giao dịch mà thường chỉ hỗ trợ nghiệp vụ thỏa thuận giao dịch. Hệ thống giao dịch E-bond của Bloomberg là một ví dụ điển hình. Các nhà tổ chức tài chính tín dụng lớn trên thế giới thường kết nối đến hệ thống của Bloomberg để khai thác thông tin. Bloomberg dựa vào đó phát triển E-bond như là một hệ thống thỏa thuận giao dịch chuyên dụng cho trái phiếu với những tiện ích rất tiên tiến. Giao dịch được nhà đầu tư thỏa thuận trên Ebond sau đó nhà đầu tư cụ thể hóa giao dịch thành các lệnh giao dịch trên các hệ thống giao dịch đầy đủ khác như của SGDCK hoặc gửi kết quả trực tiếp đến Trung tâm lưu ký chứng khoán.

1.2.3. Phát triển thị trường trái phiếu và một số tiêu chí đánh giá

1.2.3.1. Khái niệm về phát triển thị trường trái phiếu

Phát triển là sự thay đổi cả về lượng và chất của chủ thể nghiên cứu theo hướng tích cực. Mục tiêu của thị trường trái phiếu là huy động vốn cho đầu tư phát triển kinh tế, thực hiện mục tiêu chính sách tài chính, đồng thời tạo công cụ đầu tư cho các nhà đầu tư. Thị trường sẽ đạt mục tiêu khi tạo khả năng tích tụ, tập trung vốn cho ngân sách Nhà nước cũng như vốn của các doanh nghiệp, góp phần ổn định và tăng trưởng kinh tế, tránh lạm phát... Nhưng để đạt được mục tiêu đó, thì thị trường phải hoạt động với lượng vốn lớn, tính thanh khoản cao, khối lượng giao dịch lớn, chi phí giao dịch nhỏ, có sự tham gia ngày càng đông của các nhà đầu tư, đặc biệt nhà đầu tư có tổ chức, cơ sở vật chất kỹ thuật giao dịch hiện đại, phương thức giao dịch tiên tiến, khả năng linh hoạt lớn, khả năng kiểm soát thị trường tốt...

Như vậy, Phát triển thị trường trái phiếu là sự thay đổi các yếu tố của thị trường cả về định lượng và định tính theo hướng tích cực nhằm thực hiện ngày càng tốt hơn chức năng của thị trường trái phiếu.

1.2.3.2. Các tiêu chí đánh giá sự phát triển thị trường trái phiếu

a, Tiêu chí định lượng

Một là, quy mô thị trường và giá trị giao dịch: Thị trường trái phiếu càng phát triển thì lượng vốn huy động được từ việc phát hành, giao dịch sẽ càng lớn và ngược lại, nếu lượng vốn huy động được từ việc phát hành, giao dịch trái phiếu là không đáng kể thì điều đó có nghĩa là thị trường còn rất nhỏ bé và chưa phát triển. Hệ số về giao dịch được tính dựa trên tổng giá trị giao dịch/tổng dư nợ trái phiếu bình quân trong năm. Hệ số này tại các thị trường trái phiếu phát triển dao động từ 200 đến 500%.

Hai là, chất lượng và sự đa dạng về hàng hóa trên thị trường trái phiếu: sự phát triển của thị trường trái phiếu được thể hiện bởi số lượng trái phiếu phát hành, giao dịch trên thị trường và sự phong phú về chủng loại hàng hóa trên thị trường, đa dạng về kỳ hạn. Nếu hàng hóa trên thị trường trái phiếu đa dạng sẽ giúp nhà đầu tư có nhiều lựa chọn hơn, và sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư hơn.

Ba là, tần suất phát hành, giao dịch (đặc biệt là TPCP): tần suất phát hành, giao

dịch phải hợp lí, chưa hẳn tần suất lớn đã là tốt, lượng cung trái phiếu lớn mà cầu trái phiếu nhỏ thì sẽ làm cho các đợt phát hành bị thất bại, ảnh hưởng tới tâm lý của các nhà đầu tư.

Bốn là, phí giao dịch: Để thị trường trái phiếu trở nên sôi động thì phí giao dịch thấp là một nhân tố thu hút nhà đầu tư.

Năm là, mức độ phát triển của các hệ thống giao dịch: hệ thống giao dịch càng phát triển thị trường trái phiếu càng phát triển. Mức độ phát triển của hệ thống giao dịch thể hiện các chỉ tiêu: khả năng tham gia trực tiếp của thành viên thị trường, số lượng trái phiếu, mức độ phù hợp của phương thức giao dịch áp dụng, hình thức giao dịch áp dụng, thời gian giao dịch...

Sáu là, số lượng và chất lượng thành viên tham gia vào thị trường trái phiếu: Thị trường trái phiếu phát triển là thị trường phải có đầy đủ các đối tượng tham gia uy tín và hoạt động một cách có hiệu quả, Bao gồm các cơ quan quản lý, các tổ chức cung cấp hệ thống giao dịch, hệ thống lưu ký, thanh toán, các nhà tạo lập thị trường, các trung gian tài chính, nhà đầu tư, tổ chức định mức tín nhiệm.

b, Các tiêu chí định tính

Một là, khả năng kiểm soát thị trường: một thị trường phát triển tốt đồng nghĩa với việc thị trường đó được quản lý và giám sát một cách có hiệu quả. Giao dịch trên thị trường trở nên minh bạch, trung thực, tránh hiện tượng gian lận, thao túng giá cả....

Hai là, tính thanh khoản của trái phiếu: Thị trường trái phiếu phát triển sẽ tạo khả năng thanh khoản của trái phiếu. Do đó, để đánh giá một thị trường trái phiếu có phát triển hay không, có thể xem xét đến tính thanh khoản của trái phiếu.

Ba là, khả năng tiếp cận thông tin: Thông tin càng đầy đủ, càng dễ tiếp cận thì thị trường càng phát triển. Thị trường trái phiếu phát triển phải có hệ thống thông tin cơ sở, có hệ số tín nhiệm trái phiếu, có đường cong lợi suất chuẩn.

Bốn là, mức độ hội nhập quốc tế: Thị trường trái phiếu thứ cấp phát triển có

khả năng hội nhập quốc tế nhưng phải đảm bảo khả năng tự chủ. Mức độ hội nhập càng cao thị trường càng phát triển, điều này thể hiện ở các chỉ tiêu: khả năng niêm yết chéo giữa các hệ thống giao dịch, khả năng niêm yết trái phiếu trong nước ra nước ngoài, khả năng cung cấp thông tin thị trường trong nước ra thế giới và khả năng tiếp nhận thông tin chiều ngược lại.

1.3. CÁC ĐIỀU KIỆN PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Thị trường trái phiếu là một thị trường đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển kinh tế. Do vậy việc nghiên cứu các điều kiện ảnh hưởng tới thị trường trái phiếu có một ý nghĩa vô cùng to lớn, giúp Chính Phủ, doanh nghiệp có những chiến lược phù hợp nhằm thu hút tối đa được nguồn vốn cũng như giúp cho thị trường trái phiếu phát triển và hoạt động một cách có hiệu quả. Dưới đây là một số điều kiện đó:

1.3.1. Điều kiện vĩ mô

1.3.1.1. Điều kiện về ổn định chính trị và ổn định kinh tế vĩ mô

Đây là nhân tố quan trọng nhất, nó quyết định tới sự phát triển của thị trường tài chính nói chung cũng như thị trường trái phiếu nói riêng của bất kỳ quốc gia nào trên thế giới. Cùng với sự ổn định về chính trị thì ổn định môi trường kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế là yếu tố cực kỳ quan trọng trong sự phát triển mang yếu tố quyết định trong việc phát triển kinh tế - xã hội của bất kỳ quốc gia nào.

Với một quốc gia có sự ổn định về chính trị và kinh tế sẽ làm cho đời sống, thu nhập của toàn xã hội được nâng cao, phần tích lũy ngày càng lớn, dẫn đến nhu cầu đầu tư tăng cao, khi Chính Phủ tiến hành thu hút vốn phục vụ cho mục đích đầu tư phát triển bằng cách phát hành trái phiếu thì các nhà đầu tư sẽ rất an tâm trong việc bỏ vốn vào đầu tư trung và dài hạn. Trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển TTCK, Chính Phủ sẽ tổ chức tiến hành phát hành trái phiếu làm mặt hàng chính cho thị trường. Thêm vào đó, việc tiến hành mua bán TPCP thường xuyên trên thị trường sơ cấp sẽ giúp cho tính thanh khoản của TPCP được nâng cao và làm nguồn vốn khả dụng của các tổ chức nắm giữ TPCP được tăng lên, từ đó tạo ra một đường cong lãi suất chuẩn cho các loại trái phiếu khác cùng phát triển giúp các nhà đầu tư

có những sự lựa chọn đầu tư vốn của mình một cách chính xác và có hiệu quả hơn.

Nếu một quốc gia không có sự ổn định về chính trị, về kinh tế vĩ mô, sẽ ảnh hưởng tới đời sống của người dân. Khi sự ổn định xảy ra sẽ rất khó dự báo cho tương lai, từ đó khó khăn trong việc ra quyết định cho chiến lược phát triển của các chủ thể tham gia vào thị trường vốn. Điều này đồng nghĩa với việc Chính Phủ và các doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc huy động vốn trung và dài hạn thông qua phát hành trái phiếu trên thị trường vốn và dẫn đến thị trường trái phiếu sẽ không thể phát triển được. Bên cạnh đó cũng phải kể đến những ảnh hưởng từ bên ngoài, nhất là sự biến động của kinh tế thế giới. Sự biến động này ảnh hưởng đến các nước đang phát triển, đặc biệt là những nước có nền kinh tế phụ thuộc vào xuất khẩu.

1.3.1.2. Điều kiện về hệ thống pháp lý

Hệ thống chính sách có tác động rất lớn đến bản thân TTCK và hoạt động của các doanh nghiệp. Mỗi thay đổi chính sách có thể kéo theo các tác động tốt hoặc xấu tới TTCK nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng, nhất là trong những thời điểm nhạy cảm. Môi trường pháp luật là yếu tố quan trọng tác động tới TTCK, do vậy, môi trường pháp lý cần được xem xét trên các góc độ: Hệ thống hành lang pháp lý của TTCK được xây dựng như thế nào, có đủ bảo vệ quyền lợi chính đáng của người đầu tư hay không? Những mặt khuyến khích, ưu đãi, hạn chế được quy định trong hệ thống pháp luật ra sao? Và sự ổn định của hệ thống luật pháp, khả năng sửa đổi và ảnh hưởng của chúng đến thị trường trái phiếu như thế nào?

Muốn cho thị trường trái phiếu có thể hoạt động và phát triển, điều kiện trước tiên là phải có hệ thống các quy định về pháp luật đối với chính sách phát triển một cách đồng bộ và có khả năng hội nhập với quốc tế. Để môi trường pháp lý phát huy được hiệu lực đối với hoạt động của thị trường cần thiết phải có sự phối hợp nhịp nhàng của các cơ quan quản lý nhà nước và đảm bảo có một khung pháp lý đầy đủ, đồng bộ và thống nhất. Các cơ quan có nhiệm vụ tham mưu và trình lên cấp trên các điểm sửa, đổi bổ sung vào các văn bản pháp lý hay ban hành các văn bản mới để từng bước tháo gỡ những vấn đề còn gây cản trở, vướng mắc trong quá trình thực

hiện đến hoạt động của thị trường trái phiếu, đồng thời liên tục hoàn thiện hệ thống pháp luật nhằm phù hợp với các điều kiện phát triển của thị trường trái phiếu.

1.3.1.3. Điều kiện về mô hình tổ chức thị trường

Mô hình tổ chức thị trường trái phiếu có tác động rất quan trọng trong việc thúc đẩy hoạt động của các nhà đầu tư tham gia vào thị trường, tạo cho thị trường trái phiếu luôn sôi động và hiệu quả. Mô hình tổ chức thị trường trái phiếu (đặc biệt là TPCP) nếu được xác lập phù hợp sẽ thúc đẩy sự phát triển của thị trường, đồng thời, tạo điều kiện cho cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức tự quản thực hiện tốt chức năng quản lý, giám sát thị trường. Ngược lại, nếu mô hình tổ chức thị trường trái phiếu không được xác lập phù hợp sẽ kìm hãm sự phát triển của thị trường, làm cho thị trường hoạt động kém hiệu quả, không sôi động...

1.3.1.4. Điều kiện về sự phát triển thị trường tài chính

Thị trường tài chính là một bộ phận quan trọng bậc nhất, chi phối toàn bộ hoạt động của nền kinh tế hàng hoá. Thị trường tài chính nói chung cũng như thị trường chứng khoán nói riêng phát triển sẽ góp phần thúc đẩy mạnh mẽ sự phát triển kinh tế xã hội của một quốc gia thông qua: (i) Tạo sự tích lũy và vốn để đáp ứng nhu cầu về vốn xây dựng cơ sở vật chất kỹ thuật của nền kinh tế; (ii) Giúp cho việc sử dụng vốn có hiệu quả hơn không chỉ cho người đầu tư mà cả đối với những người đi vay để đầu tư; (iii) tạo điều kiện thuận lợi cho chính sách mở cửa, cải cách kinh tế của Chính Phủ, tạo điều kiện phát triển thị trường trái phiếu ở tầm quốc tế, thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Và khi đó, thị trường trái phiếu là một bộ phận của thị trường tài chính cũng sẽ có cơ hội phát triển của riêng mình.

1.3.1.5. Các điều kiện khác

Ngoài các điều kiện trên, còn có các điều kiện khác tác động trực tiếp đến thị trường trái phiếu như: (i) Tỷ giá hối đoái: tỷ giá hối đoái thay đổi không chỉ ảnh hưởng tới thị trường ngoại hối mà còn tác động tới thị trường trái phiếu. Nguồn vốn nước ngoài được đầu tư vào thị trường trái phiếu, nếu tỷ giá hối đoái tăng mạnh sẽ làm nảy sinh lí do khiến các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn khỏi thị trường trái phiếu. Khi một lượng vốn lớn nhanh chóng bị rút khỏi thị trường sẽ làm giảm giá trái phiếu và điều này sẽ tác động làm tăng lãi suất. Nếu lãi suất tăng sẽ trở thành gánh

nặng cho nhà phát hành; (ii) Lạm phát: là sự mất giá của đồng tiền, nó làm thay đổi hành vi tiêu dùng và tiết kiệm của dân cư và doanh nghiệp. Tỷ lệ lạm phát không hợp lý sẽ gây khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, ngăn cản sự tăng trưởng và phát triển kinh tế. Trong thực tế, tăng trưởng kinh tế cao thường kéo theo lạm phát. Điều này gần như là một nguyên lý mà các nhà kinh tế, kế hoạch, tài chính quốc gia phải luôn luôn quan tâm để hài hoà giữa phát triển và kiểm soát lạm phát, trong đó việc cân đối liều lượng, thời điểm, phương thức áp dụng các biện pháp là rất quan trọng. Lạm phát cao làm đồng tiền mất giá, kéo theo lãi suất tiết kiệm tăng cao, nhà đầu tư sẽ phân vân giữa đầu tư vào thị trường trái phiếu hay gửi tiết kiệm; (iii) Lãi suất: Giá của trái phiếu là giá trị hiện tại của các dòng tiền. Khi lãi suất thị trường càng cao thì các dòng tiền bị chiết khấu với lãi suất càng lớn, do vậy dẫn đến giá trái phiếu sẽ xuống thấp. Vì vậy, khi lãi suất cao, giá trái phiếu thấp có thể là một cơ hội tốt để mua vào trái phiếu. Khi kinh tế phát triển mà không có lạm phát lớn thì trái phiếu dài hạn là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với cổ phiếu. Có thể nói lãi suất và giá trái phiếu luôn có tỷ lệ nghịch với nhau.

Khi nền kinh tế phát triển tốt thì TTCK có xu hướng đi lên và ngược lại khi kinh tế giảm sút thì TTCK đi xuống. Như vậy, nếu dự đoán được xu hướng phát triển của nền kinh tế, có thể dự báo được xu thế phát triển chung của TTCK. Vì vậy, các nhà đầu tư cần phải cố gắng dự đoán tình hình kinh tế để tìm ra những đỉnh điểm của chu kỳ kinh tế và chọn thời cơ để tham gia hoặc rút lui khỏi thị trường một cách hợp lý nhất.

1.3.2. Điều kiện vi mô

1.3.2.1. Điều kiện về cơ sở vật chất kỹ thuật

Cơ sở vật chất kỹ thuật hiện đại là điều kiện căn bản thị trường trái phiếu có thể triển khai hoạt động thành công. Trong số cơ sở vật chất kỹ thuật nói chung thì hạ tầng CNTT là yếu tố quan trọng nhất và có ảnh hưởng quyết định đối với mô hình tổ chức và hoạt động của các thành viên thị trường trái phiếu.

1.3.2.2. Điều kiện về hệ thống thanh toán, lưu ký trái phiếu

Tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường bao gồm các Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký và hiệp hội kinh doanh trái phiếu. Để mọi giao dịch và

thanh toán diễn ra một cách nhanh chóng, chính xác và linh hoạt, đòi hỏi cần có sự kết nối thành một hệ thống giữa các thành viên trên Sở giao dịch chứng khoán với nhau. Với quy mô thị trường và khối lượng giao dịch ngày càng lớn, yêu cầu đặt ra là phải tổ chức một hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ thật sự hiệu quả và khoa học tạo cho việc theo dõi và giám sát các giao dịch trái phiếu sẽ được diễn ra một cách thuận lợi và tập trung. Sự phát triển của các chủ thể này là điều kiện cơ bản để xây dựng cơ sở hạ tầng cho toàn bộ thị trường giao dịch trái phiếu. Đây cũng là đầu mối áp dụng các nghiệp vụ giao dịch, hỗ trợ giao dịch hiện đại.

1.3.2.3. Điều kiện và sự phát triển các trung gian tài chính

Đây là một trong những chủ thể quan trọng của thị trường chứng khoán nói chung cũng như thị trường trái phiếu nói riêng, với vai trò của mình các tổ chức phát hành, kinh doanh và hỗ trợ cho thị trường thông qua việc tạo lập thị trường, thực hiện các nghiệp vụ như bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành, môi giới, tư vấn... Với sự tham gia của các trung gian tài chính đã tạo động lực thúc đẩy cho thị trường trái phiếu ngày càng phát triển mạnh mẽ.

1.3.2.4. Điều kiện về tổ chức định mức tín nhiệm

Tổ chức định mức tín nhiệm là đơn vị hoạt động dịch vụ chuyên đưa ra các đánh giá về độ tin cậy về khả năng thanh toán của nhà phát hành đối với các công cụ nợ dựa trên các yếu tố rủi ro có liên quan. Đây là một ý kiến quan trọng về rủi ro tín dụng, hay là một đánh giá về khả năng của tổ chức thanh toán nợ gốc và lãi đúng hạn trong suốt thời gian tồn tại của trái phiếu đó. Do vậy định mức tín nhiệm là thông tin đầu vào quan trọng của mọi quyết định giao dịch trái phiếu của các nhà đầu tư. Ngoài ra, định mức tín nhiệm là cơ sở để xây dựng các đường cong lợi suất chuẩn do các trái phiếu có mức rủi ro giống nhau sẽ có thể đưa vào một rổ trái phiếu chỉ định để xây dựng đường cong lợi suất chuẩn.

1.3.2.5. Điều kiện về các nhà đầu tư trái phiếu

Để thị trường trái trái phiếu hoạt động một cách có hiệu quả, cần có các chính sách, biện pháp phù hợp tạo dựng lòng tin cho các nhà đầu tư, giảm thiểu những sự bất ổn định hay những biến động xấu của thị trường. Thêm vào đó để duy trì lòng tin của các nhà đầu tư thì các trái phiếu được phát hành phải đảm bảo chất lượng và phải thực hiện một cách nghiêm chỉnh các cam kết đối với các nhà đầu tư. Ngoài

các yếu tố của bản thân nhà phát hành thì sự hỗ trợ của các nhà phát hành, các tổ chức trung gian tài chính cũng có ý nghĩa quan trọng tác động đến quyết định của các nhà đầu tư khi tham gia vào thị trường trái phiếu.

1.3.2.6. Điều kiện về sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý

Để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư và để tạo lập một thị trường trái phiếu hoạt động có hiệu quả thì các cơ quan quản lý cần phải tập trung vào công tác quản lý và giám sát thị trường một cách chặt chẽ, ngăn chặn kịp thời những hành vi trái pháp luật làm ảnh hưởng xấu tới hoạt động của thị trường nhằm đảm bảo cho các giao dịch diễn ra minh bạch và công bằng với tất cả các đối tượng tham gia thị trường.

1.3.2.7. Điều kiện về sự phát triển của các doanh nghiệp

Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cùng với uy tín, quy mô và thương hiệu gây dựng trong quá trình phát triển là những dấu hiệu để các nhà đầu tư lựa chọn bỏ vốn của mình vào doanh nghiệp. Do vậy, sự phát triển các doanh nghiệp cùng với sự nhận thức đúng đắn trong việc xác định rõ lợi ích thông qua phát hành trái phiếu sẽ góp phần hình thành một thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển.

1.3.2.8. Điều kiện về chất lượng nguồn nhân lực

Nhân lực chất lượng cao cho ngành quản lý tài chính luôn là bài toán khó. Do vậy, nguồn nhân lực có kiến thức, kỹ năng, nghiệp vụ, tính chuyên nghiệp và đạo đức nghề nghiệp trong các lĩnh vực như: quản trị tài chính, xây dựng các chuẩn mực về tài chính - kế toán; quản trị kinh doanh ngân hàng, tư vấn, phân tích tín dụng, quản lý rủi ro, marketing và tiếp cận các dịch vụ ngân hàng, tài chính mới vững vàng sẽ là điều kiện để vận hành có hiệu quả của thị trường.

1.4. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU HÀN QUỐC VÀ NHỮNG KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM

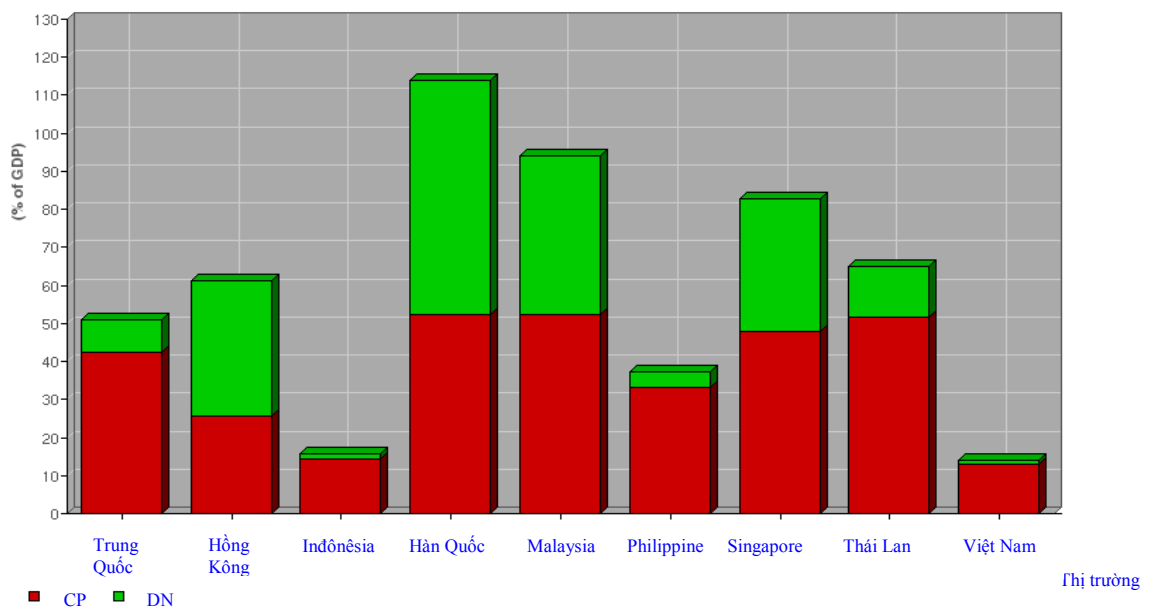
1.4.1. Khái quát về thị trường trái phiếu Hàn Quốc

Về hoàn cảnh lịch sử và điều kiện kinh tế vào thời điểm bắt đầu xây dựng thị trường trái phiếu, Việt Nam và Hàn Quốc có nhiều điểm tương đồng. Từ một nước nghèo sau chiến tranh nhưng đến nay, Hàn Quốc đã trở thành một nước công nghiệp hoá và có thị trường trái phiếu tương đối phát triển. Do vậy, trong luận án, tác giả sẽ tập trung phân tích và đưa ra những kinh nghiệm xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc, từ đó rút ra những bài học có thể vận dụng cho Việt Nam.

Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ diễn ra ở các nước Châu Á năm 1997 đã

cho thấy nguyên nhân sâu xa là do trong thời gian này, các ngân hàng giữ vai trò chủ đạo đối với việc rót vốn (chủ yếu là từ nguồn vay tiết kiệm trong nước) vào đầu tư, các khoản vốn này chiếm gần 80% nợ tài chính, trong khi thị trường vốn chỉ là 20% [78]. Theo nguyên lý chung, nhu cầu vốn trung và dài hạn hiệu quả nhất là được sử dụng bằng các khoản đầu tư trung và dài hạn của những nhà đầu tư dưới dạng cổ phiếu hay trái phiếu dài hạn. Qua cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997, nhiều nước nước Châu Á đã nhận thấy rằng nhất thiết phải xây dựng một thị trường vốn đa dạng để làm nơi tài trợ nhu cầu vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Thị trường trái phiếu đã được các nước Châu Á trong đó có Hàn Quốc tiến hành thực hiện cải cách một cách tương đối thành công [73], [75].

Hiện nay thị trường trái phiếu Hàn Quốc là một trong ba thị trường lớn nhất ở châu Á cùng với Trung Quốc và Nhật Bản. Tính đến hết năm 2008, mặc dù tổng giá trị trái phiếu Hàn Quốc đang lưu hành có giảm so với năm 2007 do tình hình chung của suy giảm kinh tế thế giới nhưng cũng đạt khoảng 817 tỷ USD và đạt khoảng 110% so với GDP [71].



Nguồn: AsianBondsOnline, 2009

Biểu đồ 1.2. Tỷ lệ giá trị trái phiếu lưu hành năm 2008 so với GDP của Hàn Quốc và một số nước trong khu vực

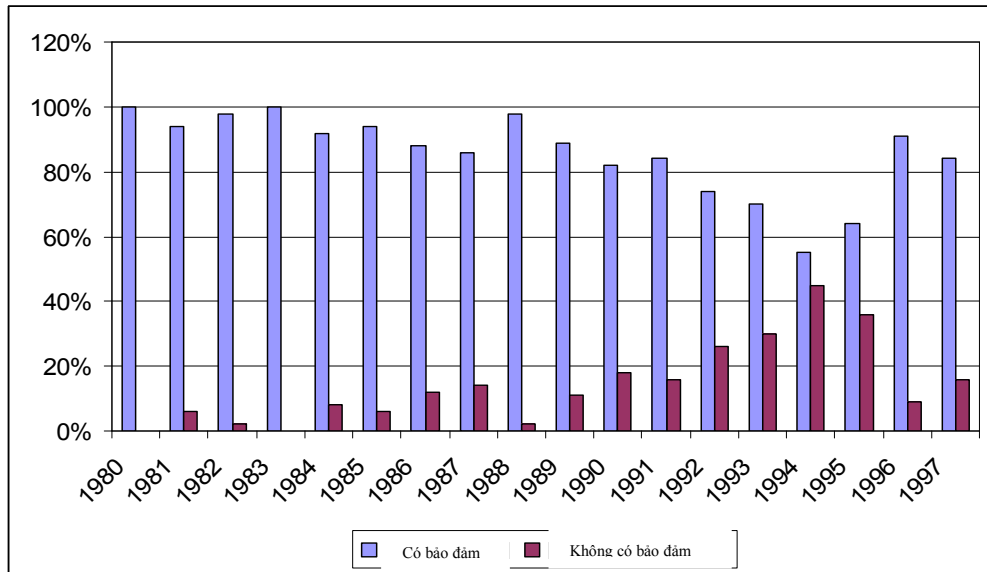
1.4.2. Sự hình thành và phát triển của thị trường trái phiếu Hàn Quốc

1.4.2.1. Giai đoạn trước khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997

Vào những năm 1950, Hàn Quốc tập trung huy động vốn qua hệ thống ngân hàng, thông qua đó chuyển nguồn vốn ngắn hạn thành nguồn vốn sử dụng vào mục đích đầu tư trung và dài hạn. Để thực hiện mục tiêu phát triển kinh tế, vào cuối những năm 60, cả Chính Phủ lẫn doanh nghiệp Hàn Quốc vẫn chủ yếu dựa vào việc vay nợ nước ngoài và vay từ hệ thống ngân hàng. Hệ thống ngân hàng thời gian này đóng một vai trò vô cùng quan trọng trong việc trợ giúp cho Chính Phủ thực hiện phát triển kinh tế (lúc này Chính Phủ Hàn Quốc tập trung để phát triển ngành công nghiệp). Thị trường vốn lúc đó mới chỉ tồn tại để hỗ trợ việc huy động vốn cho bù đắp thâm hụt ngân sách tạm thời của Chính Phủ [24].

Trong thập niên 70 và 80 của thế kỷ XX, khi xuất hiện sự quá tải trong việc đáp ứng nguồn tài chính từ hệ thống ngân hàng. Chính Phủ Hàn Quốc nhận thấy rằng cần phải xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu đủ lớn để bù đắp những yếu kém của hệ thống ngân hàng. Hàng loạt các chính sách nhằm phát triển thị trường trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp được thực hiện [24], [32]. Tuy nhiên, việc xác định chiến lược phát triển không đúng hướng đã làm cho thị trường phát triển một cách mất cân đối và không đúng nghĩa của nó. Điều này được thể hiện như sau:

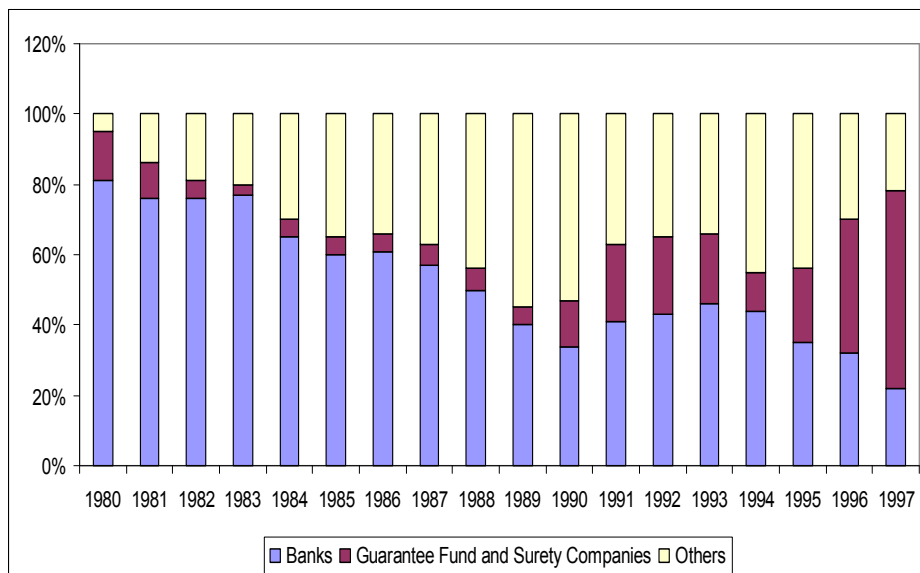
Một là, Chính Phủ Hàn Quốc đã xây dựng đề án nhằm tập trung vào phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đây là trái phiếu được bảo lãnh (trong đề án này, Chính Phủ quy định các thành viên thay mặt mình tham gia bảo lãnh trái phiếu bao gồm: các quỹ bảo lãnh Chính Phủ, các ngân hàng, các tổ chức tín dụng và các công ty chứng khoán.... tạo thành hệ thống bảo lãnh trái phiếu doanh nghiệp cũng như việc thành lập hệ thống tín thác đầu tư). Việc này đã làm cho các doanh nghiệp huy động vốn một cách không có kế hoạch với lãi suất cao nhưng lại thực hiện đầu tư vào các dự án có mức sinh lợi thấp, có lúc còn bị thua lỗ. Nhìn chung từ năm 1997 trở về trước (trừ giai đoạn từ năm 1992 – 1995), TPDN được bảo đảm luôn chiếm tỷ lệ cao, có lúc tới 80% hoặc xấp xỉ 100% [28], [72].



Nguồn: Hiệp hội Giám sát chứng khoán Hàn Quốc

Biểu đồ 1.3. Tỷ lệ TPDN có bảo đảm và không bảo đảm trước năm 1997

Do sự tăng trưởng kinh tế của những năm 1980, các ngân hàng và các tổ chức tài chính đã tập trung tham gia tích cực vào bảo lãnh phát hành các trái phiếu công ty, vì lúc này hoạt động kinh doanh trái phiếu bảo lãnh được coi là có rủi ro thấp và lợi nhuận cao. Trong những năm 1980, các ngân hàng đóng vai trò chính trong việc bảo lãnh trái phiếu (chiếm hơn 50%) và đến những 1990 – 1997, việc nắm giữ này lại do các quỹ của Chính Phủ và công ty bảo lãnh.



Nguồn: Tổ chức dịch vụ giám sát tài chính Hàn Quốc

Biểu đồ 1.4. Tỷ lệ tham gia bảo lãnh phát hành TPDN tại Hàn Quốc từ 1980 - 1997

Hai là, cùng với việc tập trung phát triển TTTPDN, bằng hình thức bảo lãnh trực tiếp và gián tiếp của Chính Phủ Hàn quốc, các ngân hàng đã sử dụng nguồn vốn ngắn hạn được bảo lãnh (bao gồm vốn trong và ngoài nước) để thực hiện việc cho các doanh nghiệp vay đầu tư dài hạn, tạo sự tiềm ẩn rủi ro và bất ổn cho thị trường tài chính.

Trong khi đó, trên thị trường trái phiếu Chính Phủ, số lượng trái phiếu Chính Phủ còn rất ít. Chính Phủ Hàn Quốc lúc này chủ trương duy trì chính sách ổn định ngân sách nhà nước và chỉ phát hành trái phiếu để phục vụ bù đắp chi tiêu ngân sách khi thật sự cần thiết nên không thực sự phát triển và không tạo động lực cho thị trường thứ cấp [24]. Điều này được thể hiện như sau:

Thứ nhất, các trái phiếu Chính Phủ trong thời kỳ này được huy động theo hình thức “bắt buộc” dù phát hành dưới hình thức nào, nên khi phát hành không hết các trung gian tài chính phải thực hiện việc mua lại với lãi suất còn thấp hơn cả lãi suất trúng thầu.

Thứ hai, lãi suất trên trái phiếu Chính Phủ được Chính Phủ qui định thường thấp hơn lãi suất thị trường.

Thứ ba, hoạt động phát hành trái phiếu Chính Phủ được giao cho nhiều nhà phát hành, mỗi trái phiếu được đặt tên theo nhu cầu huy động vốn làm cho khối lượng các trái phiếu Chính Phủ vừa nhỏ và vừa không được chuẩn hóa.

Thứ tư, thời gian đáo hạn ngắn, thường là dưới 3 năm làm cho chi phí giao dịch bị đẩy lên cao. Giá trái phiếu do các định chế tài chính lớn quyết định. Kết quả là thị trường trái phiếu Chính Phủ hoạt động manh mún, không đảm bảo thanh khoản, chi phí giao dịch cao, không thu hút được các nhà đầu tư.

Thứ năm, kế hoạch phát hành cũng không được xây dựng một cách khoa học khiến các nhà đầu tư gặp khó khăn trong việc theo dõi, dự báo và ra quyết định đầu tư.

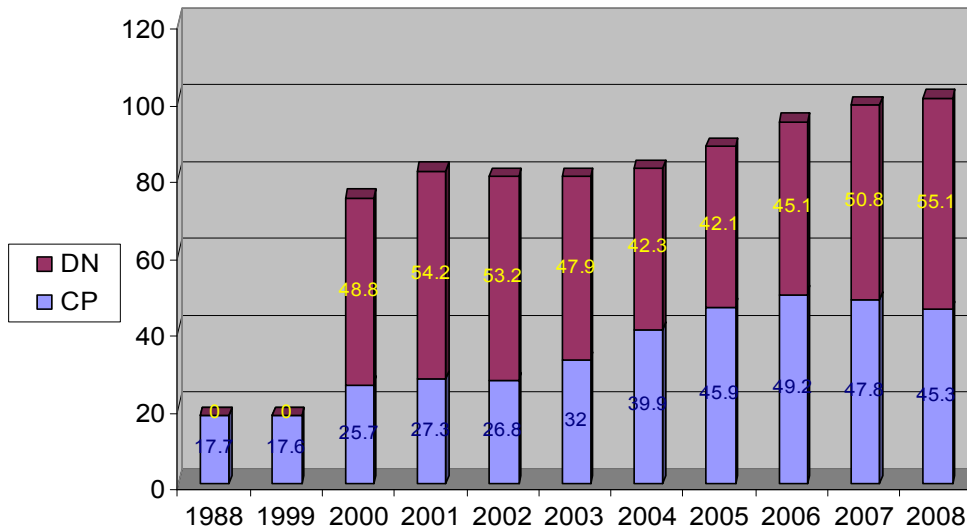
Với những bất cập như trên, có thể nói, thị trường trái phiếu Hàn Quốc trong giai đoạn này hoạt động không tuân thủ theo nguyên tắc của thị trường mà có sự can thiệp sâu của Chính Phủ, do đó, trái phiếu Chính Phủ nói chung và các loại trái

phiếu khác không thể phát hành được mà chỉ có trái phiếu doanh nghiệp được bảo lãnh phát hành mới có đất để tồn tại và phát triển.

Do hệ thống tài chính Hàn Quốc dựa vào Chính Phủ để tăng cường khả năng chịu đựng rủi ro và chỉ chú trọng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp được bảo lãnh trong một thời gian dài cùng với việc sử dụng vốn không hiệu quả của các doanh nghiệp và việc “bật đèn xanh” để cho các nguồn vốn ngắn hạn đổ vào hệ thống ngân hàng rồi chuyển sang tài trợ các mục tiêu dài hạn mà không xây dựng bất kỳ một hệ thống quản trị rủi ro nào, đã làm rủi ro của các dự án (đặc biệt là của DN công nghiệp) chuyển qua hệ thống tài chính. Do vậy, khi cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 xảy ra xuất phát từ Thái Lan và lan rộng ra các nước Châu Á trong đó có Hàn Quốc, đã làm dòng vốn ngắn hạn nước ngoài ào ạt rút ra khỏi Hàn Quốc, tạo ra sự sụp đổ nhanh chóng của các tổ chức tài chính, các ngân hàng và sự phá sản của các doanh nghiệp, đối tượng xưa nay vốn chỉ quen sử dụng vốn ngắn hạn vào mục đích dài hạn.

1.4.2.2. Giai đoạn sau khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997

Rút kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng, Chính Phủ Hàn Quốc đã có sự thay đổi trong chiến lược phát triển thị trường trái phiếu (đặc biệt là vấn đề phát hành trái phiếu Chính Phủ). Trong giai đoạn đầu (1998 – 1999), Chính Phủ Hàn Quốc tập trung cải cách thị trường TPCP, thực hiện tăng cường phát hành loại trái phiếu này để huy động nguồn vốn nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách và tài trợ vốn cho khôi phục kinh tế [73], [78]. Lãi suất phát hành đã dần dần theo sát với lãi thị trường. Trong giai đoạn tiếp theo cho đến nay, Hàn Quốc đã thực hiện chính sách phát triển một cách đồng bộ cả thị trường trái phiếu Chính Phủ và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN chủ yếu do các doanh nghiệp công nghiệp và doanh nghiệp phát triển cơ sở hạ tầng phát hành). Do vậy, từ năm 2000 đến nay, giá trị trái phiếu doanh nghiệp không ngừng tăng lên và tỷ lệ TPCP, TPDN luôn đạt ở mức cao so với GDP và có xu hướng ngang bằng nhau. Tính đến tháng 12/2008 giá trị trái phiếu lưu hành trên thị trường là khoảng 817 tỷ USD (trong đó trái phiếu Chính Phủ là 368,6 tỷ USD và trái phiếu doanh nghiệp là 448,24 tỷ USD) [71].



Nguồn: AsianBondsOnline, 2009

Biểu đồ 1.5. Cơ cấu trái phiếu CP và DN lưu hành ở Hàn Quốc so với GDP (%)

Tuy nhiên, để có một thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển như hiện nay là không hề đơn giản. Mặc dù đã tập trung phát triển thị trường nhưng trong thời gian từ 1997 – 1998, khi thị trường trái phiếu chưa đồng bộ nên dù khối lượng trái phiếu Chính Phủ đã tăng lên nhưng chi phí phát hành và các chi phí liên quan cũng không ngừng tăng theo, điều này làm cho hiệu quả huy động vốn bị giảm đi đáng kể. [28]. Trước tình đó, Hàn Quốc đã thực hiện một số biện pháp để có thể giải quyết được những nhược điểm, nhằm đưa thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển một cách bền vững:

Thứ nhất, Hàn Quốc thực hiện thành lập thị trường trái phiếu Chính Phủ chuyên biệt (năm 1999), tạo điều kiện cho các nhà đầu tư thực hiện những hoạt động giao dịch trái phiếu Chính Phủ lớn [32]. Điều này chính là một tiền đề thuận lợi để tạo ra một thị trường trái phiếu chuyên biệt sau này (hiện tại các giao dịch trái phiếu doanh nghiệp cũng đã thực hiện tại đây). Thị trường trái phiếu Chính Phủ thứ cấp của Hàn Quốc được chia thành hai loại: thị trường tập trung gọi là Sở Giao dịch Chứng khoán Hàn Quốc (Korea Exchange - KRX) và thị trường phi tập trung - OTC do Hiệp hội các Nhà kinh doanh Chứng khoán (Korea Securities Dealers

Association - KSDA) quản lý và điều hành mọi hoạt động giao dịch. Các trái phiếu niêm yết được giao dịch trên KRX. Thị trường OTC lại cho phép giao dịch tất cả các loại trái phiếu niêm yết và trái phiếu không niêm yết.

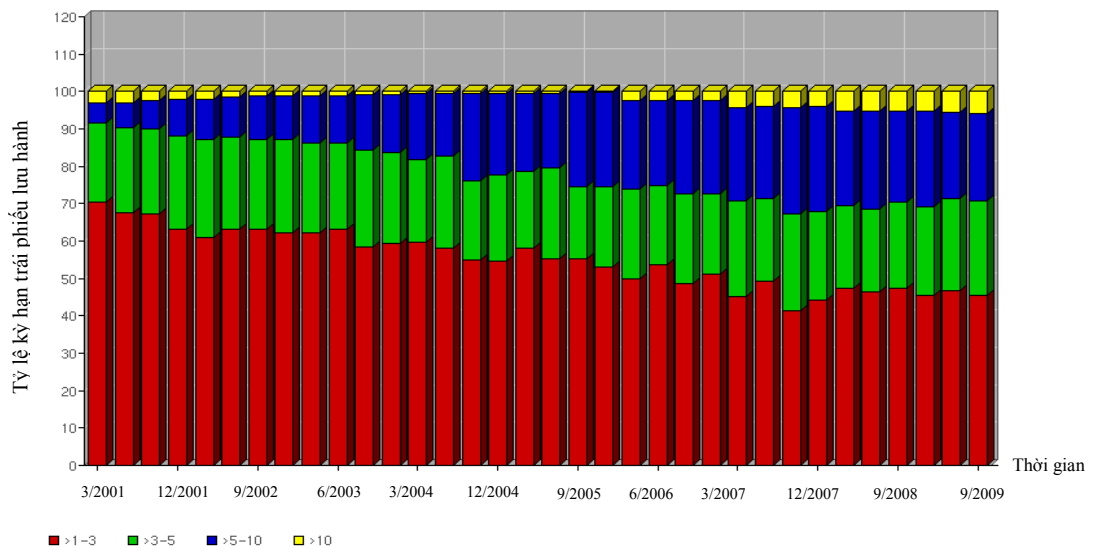
Các hoạt động của thị trường trái phiếu Chính Phủ Hàn Quốc dựa trên hệ thống giao dịch điện tử hiện đại (Korea Trading System - KTS). Việc sử dụng hệ thống giao dịch điện tử đồng nhất ở cả thị trường tập trung và phi tập trung đã tạo cho thị trường sự minh bạch về thông tin, tạo tính bảo mật cao, giảm bớt thời gian giao dịch, giảm chi phí giao dịch... và từ đó nâng cao được hiệu quả của thị trường giao dịch trái phiếu Chính Phủ Hàn Quốc.

Thứ hai, để đảm bảo thị trường trái phiếu Chính Phủ tập trung hoạt động một cách hiệu quả và đúng với vai trò chủ chốt của mình, là nơi phản ánh đúng thực trạng cung cầu về vốn của thị trường, Chính Phủ Hàn Quốc đã ban hành các quy định giao dịch bắt buộc trên thị trường TPCP tập trung đối với các nhà đầu tư giao dịch chính thức của thị trường (trong giai đoạn đầu từ năm 1999 đến 2003 giá trị giao dịch TPCP luôn chiếm tỷ trọng từ 80 – 90% trên thị trường OTC). Theo đó, quy định này bắt buộc các nhà đầu tư có đăng ký hoạt động chính thức trên thị trường TPCP tập trung phải thực hiện việc giao dịch mua bán với tối thiểu là 20% tổng giá trị trái phiếu được niêm yết. Với chính sách này, không những giá trị giao dịch trên thị trường TPCP tập trung được cải thiện mà nó còn thu hút được các nhà đầu tư không chính thức tham gia vào thị trường và với tính minh bạch thông tin, nó cũng đã góp phần làm sôi động thị trường OTC. Tính từ năm 2004 đến nay giá trị giao dịch trên thị trường TPCP tập trung luôn tăng lên và chiếm tỷ trọng từ 35% – 45% giá trị thị trường giao dịch.

Thị trường trái phiếu Chính Phủ được phát triển để xác định lãi suất tham chiếu cho toàn bộ thị trường. Hàng loạt các biện pháp được triển khai để đơn giản hóa hệ thống trái phiếu Chính Phủ. Trái phiếu Chính Phủ chủ yếu là 3, 5, 10 và 20 năm được phát hành và giao dịch với khối lượng lớn. Hiện tại, lãi suất trái phiếu Chính Phủ loại 3 năm đang được xem là căn cứ để xác định lãi suất chuẩn cho toàn thị trường. Hình thức chủ yếu của trái phiếu Chính Phủ là dạng coupon với phương thức trả lãi định kỳ 6 tháng. Trái phiếu này được phát hành theo phương thức đấu giá theo lãi suất theo kiểu Hà Lan. Cơ chế phát hành theo tỷ giá định trước được xóa

bỏ thay thế bằng một cơ chế xác định giá theo cung cầu thị trường. Hệ thống đấu giá điện tử được thiết lập. Các trung gian tài chính hoạt động trên thị trường sơ cấp (primary dealers) được độc quyền bảo lãnh trái phiếu Chính Phủ phát hành lần đầu. Trên thị trường sơ cấp các nhà kinh doanh sơ cấp này đóng vai trò của nhà tạo lập thị trường (market makers) [54].

Việc phát hành trái phiếu Chính Phủ được thực hiện định kỳ với lịch biểu cụ thể và công khai. Trái phiếu Chính Phủ kỳ hạn 3 năm được phát hành vào ngày 10 tháng 6 và ngày 10 tháng 12 hàng năm, trong khi đó, trái phiếu kỳ hạn 5 năm được phát hành cố định vào ngày 10 tháng 3 và ngày 10 tháng 9 hàng năm. Đối với trái phiếu có kỳ hạn lớn, tần suất phát hành là hàng năm, trong đó, loại 10 năm phát hành vào ngày 10 tháng 9, còn loại 20 năm phát hành vào ngày 10 tháng 3 hàng năm. Các thông tin về kế hoạch đấu thầu được thông báo công khai trên website của Bộ Tài chính vào cuối mỗi năm và mỗi tháng phát hành. Chỉ các nhà tạo lập thị trường được cấp phép của Bộ Tài chính mới được phép tham gia đấu thầu. Các nhà kinh doanh trái phiếu khác tham gia đấu thầu không cạnh tranh thông qua các nhà tạo lập thị trường [42], [45].

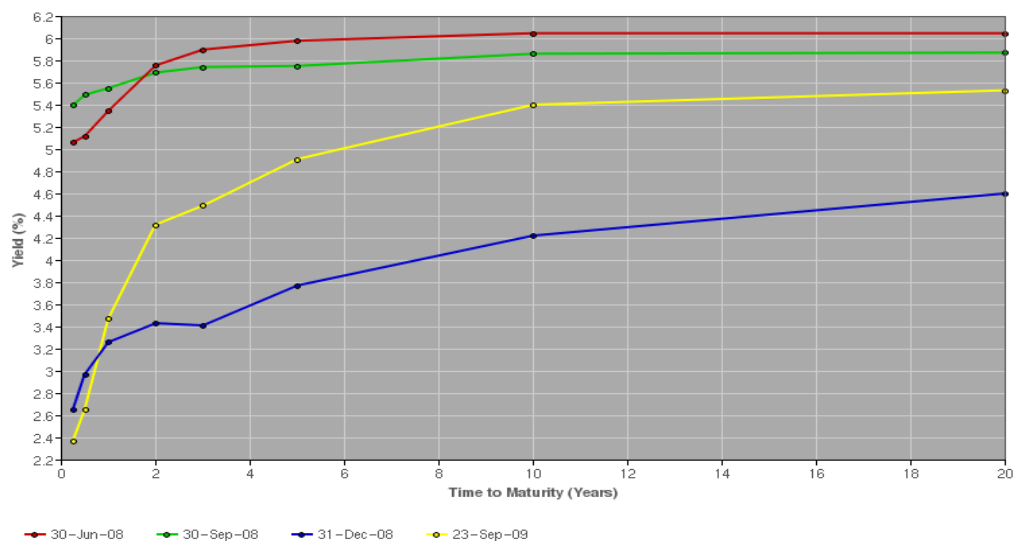


Nguồn: AsianBondsOnline, 2009

Biểu đồ 1.6. Cơ cấu TPCP của Hàn Quốc theo kỳ hạn (%)

Các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán có đủ điều kiện có thể xin cấp phép để trở thành nhà tạo lập thị trường trái phiếu. Bên cạnh đó, các tổ chức này phải trải qua thời kỳ dự bị tạo lập thị trường 1 năm trước khi trở thành nhà tạo lập thị trường chính thức.

Hiện tại, Hàn Quốc có hơn 90 ngân hàng, công ty bảo hiểm và công ty chứng khoán trong nước đã tham gia thị trường trái phiếu với tư cách là nhà đầu tư trong đó có trên 20 nhà tạo lập thị trường trái phiếu Chính Phủ (bao gồm các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán) [72], [75]. Các tổ chức này được đặc quyền tham gia thị trường đấu thầu; được hỗ trợ thanh toán với lãi suất ưu đãi qua nghiệp vụ repos; là đối tác tư vấn của Kho bạc Nhà nước, song có nghĩa vụ đặt giá hai chiều phục vụ giao dịch trái phiếu và định kỳ cung cấp thông tin cho Bộ Tài chính về khối lượng nắm giữ và khối lượng giao dịch. Bên cạnh đó, các tổ chức này còn có các nghĩa vụ như: phải thực hiện bảo lãnh phát hành tối thiểu 5% cho 6 tháng; bắt buộc giao dịch trái phiếu chuẩn tại KTS, hệ thống giao dịch điện tử giữa các nhà tạo lập thị trường và các nhà kinh doanh trái phiếu; giá trị giao dịch tối thiểu 5% giá trị giao dịch thị trường trong 6 tháng.

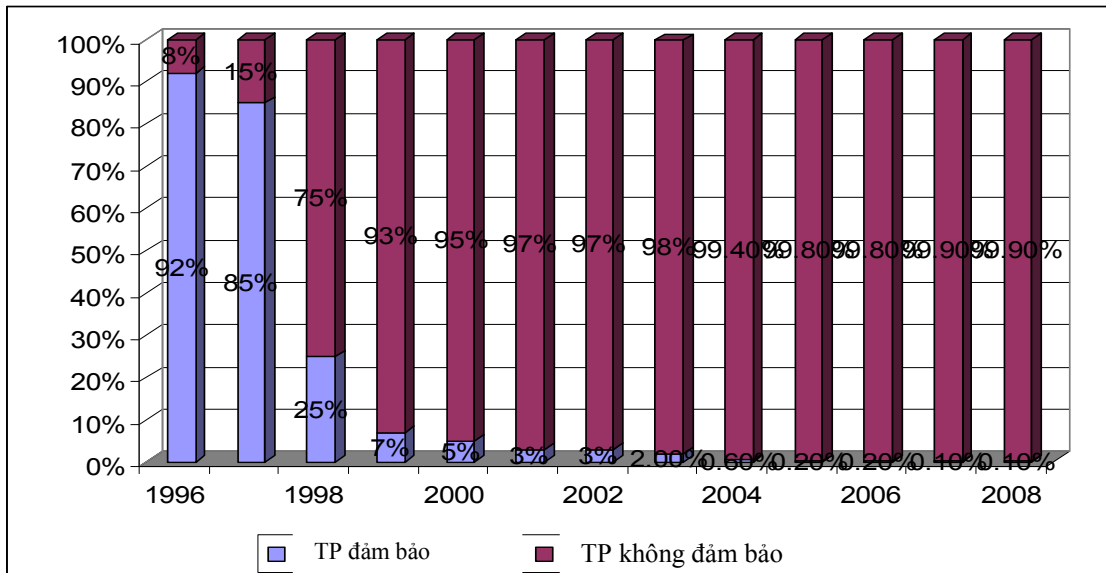


Nguồn: AsianBondsOnline, 2009

Biểu đồ 1.7. Lãi suất chuẩn trái phiếu Hàn Quốc năm 2008

Sự phát triển của thị trường trái phiếu Chính Phủ Hàn Quốc đã tạo đà hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp ngày càng lớn mạnh. Hiện tại thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã biến đổi căn bản về chất với nhiều chủng loại hàng hóa được giới thiệu vào thị trường.

Sự phục hồi và phát triển mạnh mẽ của các công ty ở Hàn Quốc sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997, đã làm nhu cầu về vốn dài hạn của các doanh nghiệp tăng cao. Tuy nhiên, về hình thức trái phiếu đã được thay đổi. Số lượng trái phiếu DN được bảo đảm đã giảm xuống rất nhanh (năm 1997 chiếm khoảng 85% thì đến 2004 chỉ còn 0,6% và năm 2008 là 0.1%), thay vào đó là các trái phiếu không có đảm bảo (năm 1997 là 15% và năm 2004 là 99,6% và 2008 là 99,9%) [28].

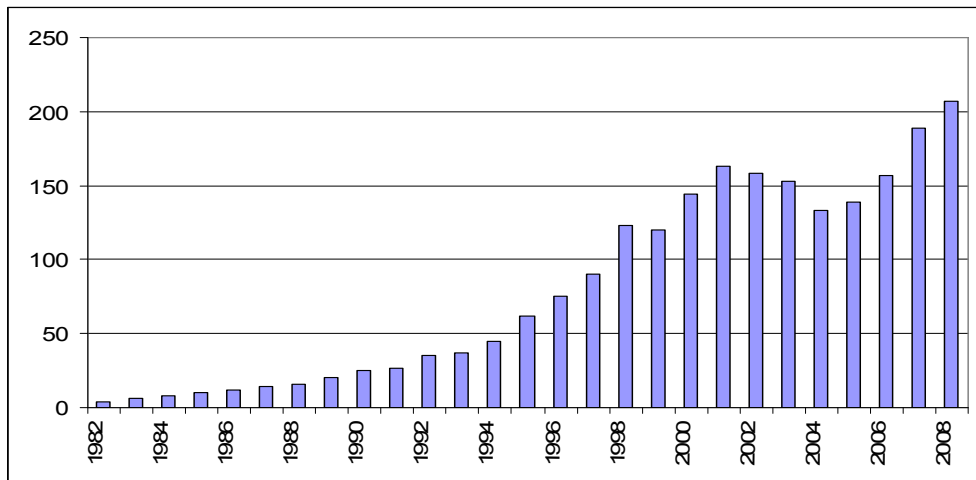


Nguồn Tổ chức giám sát tài chính Hàn Quốc

Biểu đồ 1.8. Tỷ lệ TPDN có đảm bảo và không đảm bảo của Hàn Quốc năm 1998 - 2008

Các trái phiếu này có thời hạn từ 3 - 5 năm. Danh mục các doanh nghiệp thời kỳ này bao gồm: trái phiếu có bảo đảm và không có bảo đảm; trái phiếu doanh nghiệp có thể chấp; trái phiếu ngắn và dài hạn; trái phiếu có lãi suất cố định và thả nổi; trái phiếu có đặc quyền. Việc thực hiện thay đổi hình thức trái phiếu đã giúp cho các doanh nghiệp Hàn Quốc thu hút được lượng vốn để phát triển kinh doanh.

(Đơn vị: tỷ won)



Nguồn: Korea Bond Web

Biểu đồ 1.9. Giá trị phát hành trái phiếu Doanh nghiệp của Hàn Quốc từ 1992 – 2008

Hoạt động giao dịch trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc cũng giống như TPCP được thực hiện cả trên thị trường tập trung và OTC.

Theo các báo cáo mới đây nhất trong năm 2008, để giúp cho thị trường trái phiếu đứng vững cũng như hỗ trợ cho các công ty vượt qua khủng hoảng kinh tế, Chính Phủ Hàn Quốc đã đổ vào thị trường trái phiếu công ty thông qua Quỹ ổn định thị trường trái phiếu và thông qua Công ty quản lý tài sản của Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc khoảng 3 tỷ USD vào thị trường. Dự kiến trong năm 2009 sẽ thêm khoảng 4 tỷ USD nữa. Điều này cho thấy Chính Phủ rất quan tâm tới sự phát triển của thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng.

Các nhà đầu tư chủ yếu vào TPDN Hàn Quốc trong thời gian gần được sắp xếp theo thứ tự từ cao đến thấp bao gồm: Các công ty chứng khoán (23%); Các Ngân hàng (16%); Các công ty tín thác đầu tư (14%); Các công ty bảo hiểm (12%); Quỹ hưu trí (5%); Các tổ chức khác và cá nhân (30%).

Bên cạnh việc phát triển thị trường trái phiếu, hàng loạt các hoạt động hỗ trợ cho thị trường phát triển cũng được thực hiện. Cụ thể là:

Thứ nhất, mặc dù đã có các tổ chức định mức tín nhiệm được thành lập trước năm 1997, tuy nhiên hoạt động của các tổ chức này là hết sức mờ nhạt. Phải cho

đến sau năm 1997, khi cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra, Hàn Quốc mới xác định được tầm quan trọng của hệ thống định mức tín nhiệm đối với việc phát triển thị trường trái phiếu. Chính từ nhận thức đó, cùng với việc cải tổ các tổ chức định mức trong nước, để nâng cao tiêu chuẩn định mức tín nhiệm theo tiêu chuẩn quốc tế, tháng 08/1998, tổ chức Định mức Tín nhiệm Dịch vụ cho các Nhà đầu tư Hàn Quốc (Korea Investors Service - KIS) được thành lập năm 1985 đã liên doanh với Moody's Investors Service để có thể đánh giá một cách chính xác và khách quan hệ số tín nhiệm với các loại trái phiếu Hàn Quốc.

Thứ hai, đưa các số chỉ số mới của thị trường trái phiếu (Chỉ số khảo sát thị trường trái phiếu (Bond Market Survey Index - BMSI), chỉ số tập trung thị trường HHI (Herfindahl Hirschman Index), và chỉ số rủi ro tín dụng thị trường (MCRI)) để giúp các nhà đầu tư có thể dự báo biến động của thị trường và rủi ro tín dụng do Hiệp hội các Nhà kinh doanh Chứng khoán (KSDA) xây dựng.

1.4.3. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Những kinh nghiệm của thị trường Hàn Quốc rất hữu ích trong việc tham khảo để Việt Nam xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu, cụ thể là:

- Một là Chính Phủ Hàn Quốc đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu, đặc biệt là trong việc thay đổi nhận thức về định hướng phát triển thị trường trái phiếu; Thực hiện tốt việc quản lý, điều tiết cũng như giám sát và hỗ trợ thị trường

- Hai là xây dựng đồng bộ các thị trường trái phiếu, từ thị trường phát hành đến thị trường giao dịch, từ thị trường giao ngay đến thị trường kỳ hạn. Các yếu tố của thị trường như hệ thống thanh toán, lưu ký, hệ thống công bố thông tin được đầu tư phát triển thỏa đáng. Việc xác định đúng mô hình phát triển thị trường sẽ đảm bảo cho phát triển thị trường trái phiếu theo đúng mục tiêu mong muốn.

- Ba là lựa chọn thị trường trái phiếu Chính Phủ như là điểm nhấn, có vai trò tạo đột phá cho sự phát triển của thị trường trái phiếu. Với thị trường trái phiếu doanh nghiệp, nhấn mạnh đến thị trường trái phiếu của các trung gian tài chính.

- Bốn là phát triển các tổ chức định mức tín dụng để giúp các nhà đầu tư xác định mức độ rủi ro của từng loại trái phiếu từ đó đưa ra quyết định đầu tư của mình.

- Năm là coi trọng sự tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức, đặc biệt là các trung gian tài chính nhằm hình thành và phát triển các nhà tạo lập thị trường.
- Sáu là xây dựng thị trường hiện đại với việc đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật tiên tiến đủ mạnh cho sự vận hành và phát triển thị trường.
- Bảy là xây dựng hệ thống chỉ số giám sát thị trường, tạo cơ sở thuận lợi để các nhà đầu tư theo dõi diễn biến và quyết định điều chỉnh danh mục đầu tư của mình
- Tám là thực hiện việc minh bạch hoá thị trường, ổn định nền kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát...

Kết luận chương 1

Trái phiếu và thị trường trái phiếu trong phát triển kinh tế - xã hội là một vấn đề mang tính thời sự. Bằng việc sử dụng tổng hợp, trong chương 1, tác giả đã đưa ra một cái nhìn tổng quan về trái phiếu và thị trường trái phiếu, chức năng và vai trò của của thị trường trái phiếu trong nền kinh tế; Các nhân tố ảnh hưởng tới giá trái phiếu, đến sự phát triển của thị trường trái phiếu; Chỉ ra sự cần thiết phải xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu để có thể huy động các nguồn vốn trung và dài hạn phục vụ phát triển kinh tế. Bên cạnh đó, với kinh nghiệm xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu của Hàn Quốc, một nước có những điểm tương đồng với Việt Nam, tác giả rút ra những bài học kinh nghiệm có tính chất tham khảo trong việc xây dựng một thị trường trái phiếu phát triển bền vững ở Việt Nam.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM

2.1. KHÁI QUÁT QUÁ TRÌNH PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM

2.1.1. Tổng quan kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000 – 2009

Trong quá trình đổi mới, Việt Nam luôn đạt và duy trì được tốc độ tăng trưởng GDP cao (tốc độ tăng bình quân 6,8%, thời kỳ 1991 đến nay đạt bình quân 7,5%) Tốc độ tăng trưởng nói trên thuộc nhóm đầu châu lục. Giai đoạn 2000 đến 2009, Việt Nam đã duy trì được tốc độ tăng trưởng nhanh, cao nhất, Nếu tốc độ tăng trưởng bình quân thời kỳ 2000-2005 là 7,5%, năm 2006 đạt 8,2% thì năm 2007, con số này đã đạt 8,6%, cao hơn năm 2005, năm 2008, tốc độ tăng trưởng có giảm và chỉ đạt 6,2%. Năm 2009, cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu làm cho kinh tế Việt Nam tiếp tục gặp nhiều khó khăn trên mọi lĩnh vực. Bằng nhiều biện pháp kịp thời của Chính phủ, tăng trưởng GDP của Việt Nam cả năm đạt 5,32% tuy có thấp hơn những năm trước nhưng theo đánh giá của quốc tế vẫn là một trong những quốc gia có tốc độ tăng trưởng cao tại Châu Á chỉ sau Trung Quốc là 7,8% và lạm phát ở mức 6,8% (năm 2008 là gần 20%)[21],[39],[65].

Bảng 2.1. Một số chỉ tiêu kinh tế giai đoạn 2000-2009

Chỉ tiêu Năm	Tổng thu (tỷ đồng)	Tổng chi (tỷ đồng)	Bội chi NS (tỷ đồng)	GDP (GHH) (tỷ đồng)	BCNS/GDP (%)	Tốc độ tăng trưởng (%)
2000	90.749	108.961	18.212	441.646	4,1	6,8
2001	103.888	129.773	25.885	481.295	5,4	6,9
2002	123.860	148.208	24.348	535.762	4,5	7,1
2003	152.274	181.183	28.909	613.443	4,7	7,3
2004	190.928	214.176	23.248	715.307	3,3	7,8
2005	228.287	262.697	34.410	839.213	4,1	8,4
2006	279.472	308.058	28.586	974.264	2,9	8,2
2007	281.900	357.400	75.500	1.144.014	6,6	8,6
2008	399.000	474.280	75.280	1.478.695	5,0	6,2
2009	390.650	506.550	115.900	1.653.350	6,9	5,32

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Qua bảng trên ta thấy, giai đoạn 2000 – 2009, kinh tế Việt Nam đã đạt những bước tiến vượt bậc. Đây là một yếu tố cơ bản để đảm bảo Việt Nam có thể sớm vượt ngưỡng nước đang phát triển có thu nhập thấp, tạo điều kiện để từng bước phát triển và hội nhập với kinh tế quốc tế. Tuy nhiên qua số liệu về bội chi ngân sách cũng như theo đánh giá của nhiều chuyên gia kinh tế, việc phát triển này mới chỉ ở bề rộng chứ chưa đi vào chiều sâu và như vậy sẽ rất dễ bị “tổn thương” khi có biến động xảy ra. Để có thể từng bước vượt qua suy giảm kinh tế và đi vào ổn định, phát triển trong thời gian tới. Việt Nam cũng cần thực hiện một số biện pháp như: cần thực hiện minh bạch hoá nền kinh tế; nâng cao hiệu quả đầu tư công theo hướng tận dụng lợi thế về lao động và nâng cao năng lực sản xuất xã hội, tránh đầu tư dàn trải phân tán như hiện nay, tăng cường giám sát xã hội đối với hoạt động đầu tư công thông qua chế độ công khai hoá về thông tin dự án; kiểm soát chặt chẽ thị trường tín dụng và hoạt động của các NHTM; điều chỉnh linh hoạt tỷ giá theo hướng thị trường; cổ phần hoá triệt để nhằm tránh hiện tượng nhà nước hoá doanh nghiệp; kiểm soát và định hướng lại các tập đoàn Nhà nước theo hướng hiệu quả hơn thông qua giảm bớt sự can thiệp của nhà nước và tăng khả năng tiếp cận thị trường; chú trọng vấn đề an sinh xã hội, đặc biệt là các đối tượng dễ bị tổn thương do khủng hoảng tài chính; triệt để chống tham nhũng; tăng cường thâm tóm và sáp nhập doanh nghiệp; v.v... (Việc đánh giá kinh tế Việt Nam theo từng giai đoạn từ 2000 đến 2009, trong đó bao gồm cả tình hình triển khai thực hiện các chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, các gói kích thích tăng trưởng kinh tế... sẽ được mô tả một cách chi tiết tại phần phụ lục)

2.1.2. Lịch sử hình thành và phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam

2.1.2.1. Giai đoạn từ 1945 đến 1989 - Giai đoạn chưa tồn tại thị trường trái phiếu

a, Giai đoạn kháng chiến chống Pháp

Ngay trong những ngày đầu giành chính quyền, Chính Phủ nước Việt Nam dân chủ cộng hoà đã phải đương đầu với hàng loạt các khó khăn và một trong số đó là vấn đề về tài chính phục vụ cho chi tiêu của Chính Phủ. Để giải quyết tình trạng này, chính quyền Cách mạng đã áp dụng hình thức phát hành công trái dưới nhiều

tên gọi nhưng gọi chung là “Công trái kháng chiến” với cách thức huy động cả tiền mặt lẫn hiện vật nhằm thu hút nguồn vốn trong dân, tạo nguồn lực tài chính cho cuộc kháng chiến chống thực dân Pháp.

Nhìn chung ở thời kỳ này, nhu cầu chi tiêu cho cuộc kháng chiến rất lớn, trong khi đó nguồn thu của ngân sách Nhà nước còn hạn hẹp do chính sách giảm thuế của chính quyền Cách mạng, vì vậy việc huy động vốn qua hình thức trái phiếu Chính Phủ đã có ý nghĩa rất lớn, song, nó còn nhiều hạn chế do nguồn lực tài chính trong dân còn nhỏ, dựa trên lòng yêu nước là chính. Có những loại công trái không hoàn trả cả gốc lẫn lãi mà người dân mua, hay nói một cách khác là “hiến tặng” cho Chính Phủ để phục vụ công cuộc kháng chiến.

b, Giai đoạn xây dựng miền Bắc xã hội chủ nghĩa và chiến đấu giải phóng miền Nam, thống nhất đất nước

Sau cuộc kháng chiến chống Pháp thắng lợi, miền Bắc được giải phóng với nhiệm vụ khôi phục và phát triển kinh tế, làm hậu phương vững chắc, chi viện cho miền Nam. Trong giai đoạn này, ngân sách Nhà nước vẫn gặp nhiều khó khăn do nhu cầu chi tiêu lớn, tuy nhiên ngoại trừ việc phát hành công trái để xây dựng nhà máy dệt 8/3 và một lượng không lớn công trái phục vụ kháng chiến giai đoạn 1961 – 1964, thời kỳ Chính Phủ hầu như không vay nợ từ trong nước, tất cả các nguồn vốn đều thực hiện vay nợ hoặc được nhận viện trợ từ các nước trong khối XHCN.

Có thể thấy rằng giai đoạn trước năm 1975 việc phát hành công trái không dựa trên quan hệ kinh tế mà là trên quan hệ chính trị, nhằm mục đích phục vụ cho chiến tranh là chính.

c, Giai đoạn sau 1975 đến 1989

Sau giải phóng miền Nam, thống nhất đất nước, nền kinh tế luôn trong tình trạng mất cân đối, lạm phát luôn ở mức cao; trong khi đó nhu cầu chi ngân sách rất lớn, đặc biệt là các khoản chi mang tính bao cấp.

Để bù đắp thâm hụt ngân sách Nhà nước, ngày 25/11/1983 Hội đồng Nhà nước đã thông qua Pháp lệnh về việc phát hành Công trái xây dựng Tổ quốc huy động

dưới nhiều hình thức như ghi bằng đồng Việt Nam, bằng thóc, bằng ngoại tệ và bằng vàng. Công trái xây dựng Tổ quốc có 2 loại kỳ hạn 5 năm và 10 năm, với lãi suất tương ứng 2%/năm và 3%/ năm; vốn và lãi được thanh toán 1 lần khi đến hạn.

Số thu về Công trái xây dựng Tổ quốc đã giúp Chính Phủ đầu tư cho một số công trình quan trọng. Tuy nhiên nó còn có những hạn chế nhất định như: (i) Do tỷ lệ lạm phát cao (điểm đỉnh năm 1986 là 774,7%) nên đã ảnh hưởng rất lớn đến giá trị thực của phiếu công trái, làm giảm lòng tin của nhân dân đối với công trái xây dựng Tổ quốc; (ii) Công trái thu bằng hiện vật và ngoại tệ khó quản lý và không linh hoạt khi sử dụng. Các mặt hàng dùng để xác định giá công trái không phải là những mặt hàng tiêu biểu cho chỉ số trượt giá nên chưa phản ánh đúng tỷ lệ trượt giá trong giai đoạn đó; (iii) Đối tượng đầu tư từ nguồn vốn huy động qua công trái chưa cụ thể, rõ ràng, nhiều địa phương không kịp thời xác định và công bố các công trình được đầu tư từ nguồn công trái xây dựng Tổ quốc cho nhân dân biết để thấy rõ mục đích, ý nghĩa của việc phát hành công trái xây dựng Tổ quốc; (iv) Các nghiệp vụ về phát hành Công trái của hệ thống ngân hàng và tài chính chưa triển khai đồng bộ và chu đáo, thậm chí còn lỏng lẻo dẫn đến vi phạm quy định tài chính. Các khoản thu công trái bằng hiện vật vàng, ngoại tệ chậm nộp vào ngân sách, vi phạm về quy chế phát hành công trái; (v) Nội dung Công trái xây dựng Tổ quốc nặng về ý nghĩa chính trị, thiếu các yếu tố kinh tế cần thiết, đặc biệt là yếu tố về lãi suất để hấp dẫn người mua công trái.

Có thể nói giai đoạn từ 1945 đến 1989 chưa tồn tại khái niệm thị trường trái phiếu.

2.1.2.2. Giai đoạn 1990 đến nay – Giai đoạn bắt đầu hình thành và phát triển thị trường trái phiếu

Để thực hiện các mục tiêu của chiến lược phát triển kinh tế xã hội, Đảng và Nhà nước đã đưa ra những chủ trương, chính sách lớn trong lĩnh vực tài chính- tiền tệ nói chung và công tác huy động vốn nói riêng, đó là: Xây dựng chính sách tài chính quốc gia và thực hiện cải cách cơ bản nền tài chính nhà nước theo hướng thúc đẩy khai thác nguồn lực trong nước, xây dựng và phát triển thị trường tài chính,

từng bước hình thành thị trường chứng khoán, thu hút các nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển. Công tác huy động vốn của Chính Phủ trong giai đoạn 1991-2004 chủ yếu được thực hiện thông qua hoạt động phát hành trái phiếu Chính Phủ qua Kho bạc Nhà nước, tiếp đến là Quỹ HTPT (nay là NHPT) bắt đầu đi vào hoạt động từ 1/1/2000 và được phép phát hành trái phiếu Chính Phủ theo quyết định số 35/2001/QĐ-BTC, ngày 14/12/2001 của Bộ trưởng Bộ Tài chính và thu hút nguồn vốn vay nợ, viện trợ nước ngoài.

Có thể chia thời kỳ này thành hai giai đoạn nổi bật như sau:

a, Giai đoạn 1990 – 1999

Từ năm 1990, hệ thống ngân hàng hoạt động theo 2 Pháp lệnh: Pháp lệnh Ngân hàng Nhà nước và Pháp lệnh Ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng. Đồng thời, hệ thống Kho bạc Nhà nước đã được thành lập theo Quyết định số 07/HĐBT ngày 1/4/1990 của Chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng (nay là Thủ tướng Chính Phủ) dựa trên cơ sở chuyển giao nhiệm vụ quản lý quỹ thuộc ngân sách Nhà nước từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sang cho Bộ Tài chính. Ngay từ khi được thành lập cho đến nay, hệ thống Kho bạc Nhà nước đã tổ chức thực hiện công tác huy động vốn cho ngân sách Nhà nước và cho đầu tư phát triển bằng trái phiếu Chính Phủ.

Có thể thấy rằng, việc thành lập hệ thống Kho bạc Nhà nước, công tác quản lý, điều hành quỹ ngân sách Nhà nước và huy động vốn cho đầu tư phát triển đã có bước phát triển quan trọng. Và để từng bước xây dựng các văn bản quy phạm pháp luật trong lĩnh vực huy động vốn, Kho bạc Nhà nước đã soạn thảo và trình Chính Phủ, Bộ Tài chính ban hành các Nghị định số 72/CP ngày 26/7/1994 về quy chế phát hành các loại trái phiếu Chính Phủ; Nghị định số 120/CP ngày 17/09/1994 về Quy chế tạm thời phát hành trái phiếu, cổ phiếu doanh nghiệp Nhà nước; Nghị định số 23/CP ngày 22/3/1995 về việc phát hành trái phiếu quốc tế, Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/7/1998 về Chứng khoán và thị trường chứng khoán và các quyết định, thông tư hướng dẫn, bước đầu tạo cơ sở pháp lý cho việc hình thành và phát triển thị trường chứng khoán nói chung, thị trường trái phiếu nói riêng và quan trọng hơn cả là việc đổi mới nhận thức và quan điểm đối với công tác huy động vốn phục vụ mục đích chi tiêu cũng đầu tư phát triển.

Năm 1991, Kho bạc Nhà nước tổ chức thí điểm phát hành tín phiếu Kho bạc kỳ hạn 3 tháng tại thành phố Hải Phòng, mở đầu cho việc tổ chức công tác huy động vốn trong thời kỳ mới. Từ năm 1992, nguồn vốn phát hành trái phiếu Chính Phủ đã góp phần tích cực trong việc chấm dứt phát hành tiền để bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước. Đặc biệt là từ khi có Nghị định 72-CP năm 1994 đã bước đầu cho thấy sự thay đổi trong cách tư duy của Chính Phủ trong chiến lược tạo nguồn vốn trung và dài hạn phục vụ đầu tư phát triển. Trong giai đoạn này, bằng những hình thức phát hành mới, công tác huy động vốn của Chính Phủ đã có những tiến bộ vượt bậc. Điều này đã tạo tiền đề cho sự xuất hiện mặc dù chưa thật rõ nét thị trường trái phiếu ở Việt Nam. Trong thời gian này, tuy chưa nhiều nhưng một số trái phiếu của các doanh nghiệp Nhà nước cũng đã được phát hành. Đối với các doanh nghiệp việc ban hành Luật Doanh nghiệp vào năm 1999 thay thế Luật Công ty 1990, đã tạo ra khung pháp lý cơ bản để có thể thực hiện việc huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu.

b, Giai đoạn 2000 – nay

Thị trường trái phiếu đã thực sự được xác lập từ tháng 7/2000 khi Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (nay là SGDCK TPHCM – 2007) và tiếp đến là trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội năm 2005 (nay SGDCK Hà Nội - 2009) đi vào hoạt động, đánh dấu một sự kiện quan trọng trong đời sống kinh tế - xã hội, tạo ra những yêu cầu, thách thức, cũng như cơ hội mới cho công tác huy động vốn, đặc biệt là nhu cầu hàng hoá để kích thích hoạt động mua bán, trao đổi và luân chuyển vốn trên thị trường. Từ đây, bên cạnh việc bán lẻ, trái phiếu Chính Phủ được phát hành theo những phương thức mới là đấu thầu qua Trung tâm Sở giao dịch chứng khoán và bảo lãnh phát hành. Theo đó, hàng trăm nghìn tỷ đồng đã được Chính Phủ huy động phục vụ cho mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội của đất nước. Các loại trái phiếu Chính Phủ trung và dài hạn đủ tiêu chuẩn là loại hàng hóa chủ lực được niêm yết và giao dịch trên thị trường chứng khoán.

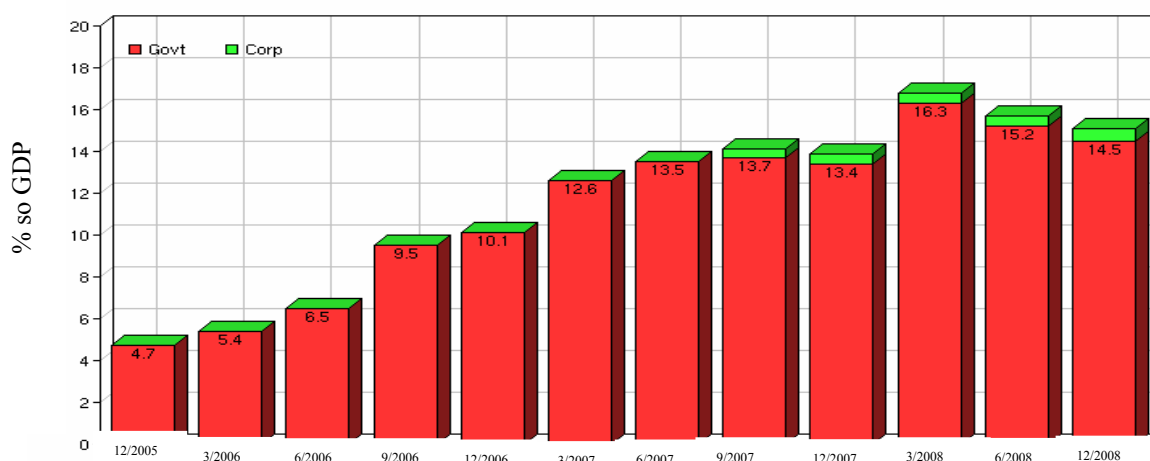
Với những bước phát triển của thị trường trái phiếu Chính Phủ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng từng bước hình thành. Mặc dù chưa thực sự phát triển đúng mong đợi những trong giai đoạn này, các doanh nghiệp cũng đã bắt đầu chú trọng đến kênh huy động vốn này và cũng đã thu được một số kết quả đáng khích lệ,

tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có điều kiện mở rộng đầu tư sản xuất kinh doanh và thực hiện những dự án lớn có thời gian trung và dài hạn.

Để có được những bước tiến như vậy phải kể đến việc từng bước hoàn thiện về khung pháp lý mà tiêu biểu là Luật Doanh nghiệp sửa đổi(2005), sự ra đời của Luật Chứng khoán (2006), Luật Quản lý nợ công (2009) và hàng loạt các nghị định, quyết định có liên quan nhằm tạo ra một thị trường trái phiếu Việt Nam phát triển.

2.2. THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM

Tại Việt Nam hiện nay, hàng hoá trên thị trường trái phiếu bao gồm: trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh, trái phiếu doanh nghiệp. Tính đến năm 2009, tổng giá trị trái phiếu lưu hành trên thị trường Việt Nam là trên 250 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 14 tỷ USD chiếm khoảng gần 17% GDP. Nếu chỉ tính riêng tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội đã có khoảng 500 loại trái phiếu, chủ yếu là TPCP với giá trị niêm yết gần 160 nghìn tỷ chiếm khoảng 64% giá trị toàn thị trường). Tuy nhiên tỷ lệ giá trị trái phiếu so với GDP của Việt Nam vẫn còn thấp so với bình quân các nước trong khu vực có thị trường trái phiếu (nước thấp nhất trong khối ASEAN là Indonesia đạt khoảng 18% và nước cao nhất là Malaysia đạt trên 80%) [51].



(Nguồn: Asian Bond Online, 2009)

Biểu đồ 2.1. Tỷ lệ giá trị trái phiếu so với GDP của Việt Nam từ 2005 - 2008

Trái phiếu của Việt Nam hiện nay phần lớn là các loại trái phiếu Chính Phủ với thời hạn từ 1 – 15 năm, trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm một tỷ lệ còn quá nhỏ bé (khoảng trên 12%). Trong khi đó cơ cấu ở các nước trong khu vực là rất cân đối: Trung Quốc: 35% - 65%; Hàn Quốc: 51% - 49%; Singapore: 44% - 56%; Malaysia: 50% - 50%; Thái Lan: 33% - 67% [69].

2.2.1. Thực trạng phát hành trái phiếu từ 2000 đến 2009

2.2.1.1. Thực trạng phát hành trái phiếu Chính Phủ

a, Trái phiếu bán lẻ qua Kho Bạc Nhà nước

Qua kinh nghiệm của đợt phát hành thí điểm trái phiếu kỳ hạn 3 năm (1994) không hiệu quả, năm 1995, Kho bạc Nhà nước đã thay đổi bằng các phát hành trái phiếu chỉ với kỳ hạn 1 năm. Tuy nhiên sau 2 năm phát hành loại trái phiếu này đã không thể đáp ứng được yêu cầu về huy động vốn phục vụ cho đầu tư phát triển. Để khắc phục nhược điểm này, tháng 6/1999 cho đến 2006, Kho bạc Nhà nước đã chuyển hẳn sang tổ chức phát hành loại trái phiếu có thời hạn 2 năm có ghi tên và không in trước mệnh giá, bán cho các đối tượng là người Việt Nam và người nước ngoài đang làm việc và sinh sống ở Việt Nam; Các tổ chức tín dụng hoạt động theo Luật Các tổ chức tín dụng; Các công ty bảo hiểm, Quỹ đầu tư hoạt động hợp pháp tại Việt Nam, các chi nhánh đầu tư nước ngoài tại Việt Nam; Các doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế của Việt Nam thuộc mọi thành phần kinh tế; Các tổ chức nước ngoài hoạt động hợp pháp tại Việt Nam. Điều này đã cho phép Kho bạc Nhà nước có thể huy động một khối lượng vốn với thời gian hợp lý hơn và tạo điều kiện cho việc sử dụng vốn của Ngân sách nhà nước được kéo dài [48].

Bên cạnh việc phát hành trái phiếu kỳ hạn 2 năm, để tiếp tục phát triển thị trường vốn trong nước, đồng thời với mục đích tạo hàng hoá cho thị trường chứng khoán còn non trẻ của Việt Nam, bắt đầu từ ngày 16/4 đến ngày 15/6/2001, Kho bạc Nhà nước đã tiến hành phát hành thí điểm trái phiếu chiết khấu kỳ hạn 5 năm với lãi suất 7,2%/năm tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Đây là loại trái phiếu không ghi tên, in sẵn mệnh giá, quy định thống nhất ngày phát hành và đến ngày tới hạn thanh toán. Trái phiếu này đã được niêm yết và giao dịch tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, do nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan như: giá ngoại tệ và giá bất động sản có biến động lớn, tâm lý người dân

thích đầu tư vào cổ phiếu vì lợi tức cao, cơ chế lãi suất chưa tạo nên sự hấp dẫn cho các nhà đầu tư... dẫn đến giá trị huy động của đợt phát hành không được như mong muốn. Trong thời gian đó, giá trị huy động chỉ đạt khoảng gần 50 tỷ đồng.

Ngoài ra, với mục tiêu phát triển giáo dục – đào tạo, thu hẹp khoảng cách giữa các vùng, miền, năm 2003, Quốc hội, Chính Phủ đã có chủ trương phát hành 2.000 tỷ đồng Công trái Giáo dục để hỗ trợ các tỉnh miền núi, Tây nguyên và các tỉnh có nhiều khó khăn, thực hiện mục tiêu không còn phòng học ba ca, phòng học tranh tre nứa lá. Từ ngày 5/5/2003 đến 23/5/2003, toàn bộ hệ thống Kho bạc Nhà nước đã triển khai phát hành Công trái Giáo dục trên địa bàn toàn quốc. Về cơ bản các điều khoản và điều kiện của Công trái Giáo dục cũng giống như Công trái Xây dựng tổ quốc đã được phát hành năm 1999. Tuy nhiên, để khắc phục một số hạn chế của đợt phát hành trước và nhằm thu hút vốn có hiệu quả hơn, công trái giáo dục phát hành có 2 loại: in sẵn mệnh giá và không in sẵn mệnh giá. Kết quả toàn đợt thu được 2.580 tỷ đồng, vượt 29% chỉ tiêu được giao. Bắt đầu từ năm 2007, nhằm thực hiện việc phát triển thị trường, Kho bạc Nhà nước đã chấm dứt huy động bằng hình thức bán lẻ và thực hiện toàn bộ việc huy động thông qua hình thức đấu thầu và bảo lãnh phát hành [48], [49].

Tính từ năm 2000 – 2006, Kho bạc Nhà nước đã huy động được 34.245 tỷ đồng với kỳ hạn là 2 năm với lãi suất năm 2000: 8,9 – 10,5%/năm; 2001: 6,8 – 7,0%/năm; 2002: 7,1 – 7,4%/năm; 2003 – 2004: 8,2 – 8,4%/năm và năm 2005 – 2006 trong khoảng 8,4 – 8,8%.

Bảng 2.2. Kết quả huy động trái phiếu Kho bạc bằng hình thức bán lẻ giai đoạn 2000 – 2006

<i>Năm</i>	<i>Lãi suất (%)</i>	<i>Giá trị huy động (tỷ đồng)</i>
2000	8,9 – 10,5	4.316
2001	6,8 – 7,0	2.667
2002	7,1 – 7,4	4.117
2003	8,2 – 8,4	6.790
2004	8,2 – 8,4	5.804
2005	8,4 – 8,6	7.736
2006	8,4 – 8,8	2.815
Tổng cộng		34.245

(Nguồn: Kho bạc Nhà nước)

b, Trái phiếu Chính Phủ phát hành bằng phương thức đấu thầu

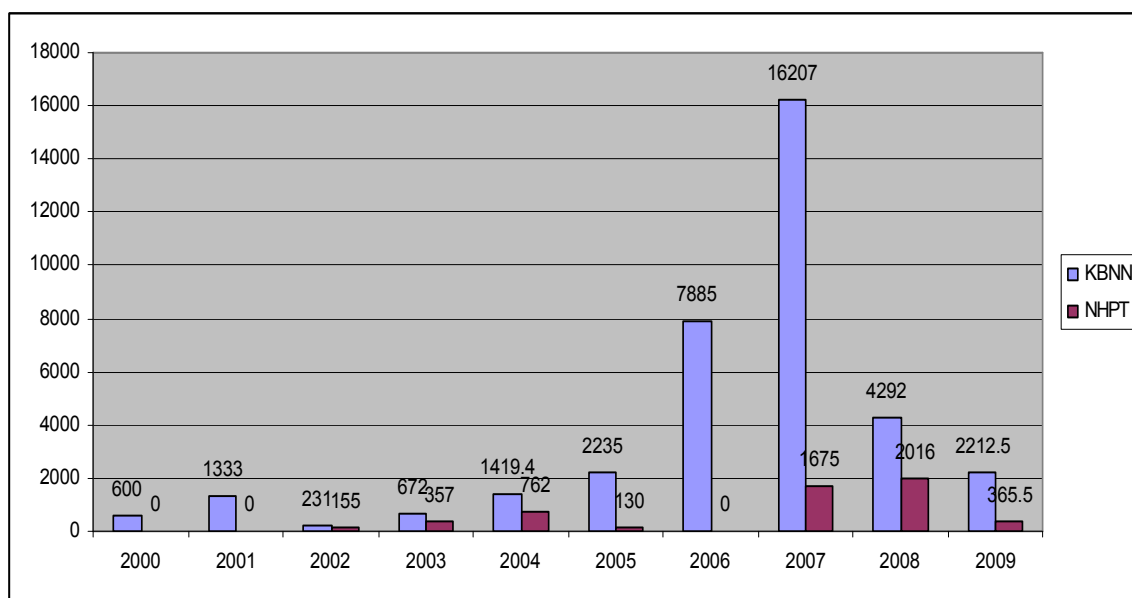
Triển khai Nghị định số 01/2000/NĐ-CP ngày 13/1/2000 về phát hành trái phiếu Chính Phủ, từ ngày 26/7/2000, Kho bạc Nhà nước đã đưa vào triển khai phương thức đấu thầu trái phiếu Chính Phủ qua Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP.HCM. Đối tượng được tham gia đấu thầu gồm các công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, công ty tài chính, các Tổng công ty Nhà nước được thành lập theo Quyết định số 90/TTg và 91/TTg ngày 7/4/1994 của Thủ tướng Chính Phủ; Thông tư số 21/2004/TT-BTC của Bộ Tài chính, ban hành ngày 24/03/2004 về “Hướng dẫn việc đấu thầu trái phiếu Chính Phủ...”; Quyết định 2276/QĐ-BTC về việc tập trung đấu thầu TPCP tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội [48], [32]. Theo đó, kể từ ngày 20/6/2006 tất cả các giao dịch TPCP sẽ được thực hiện tại các TTGDCK. Kể từ ngày 20/6/2006, toàn bộ hoạt động đấu thầu TPCP sẽ được thực hiện tại TTGDCK Hà Nội, sau đó TPCP được niêm yết và giao dịch trên TTGDCK Hà Nội. Đối tượng tham gia đấu thầu trái phiếu qua thị trường chứng khoán tập trung bao gồm: Các tổ chức tín dụng hoạt động theo Luật Các tổ chức tín dụng; Các công ty bảo hiểm, quỹ bảo hiểm, quỹ đầu tư hoạt động hợp pháp tại Việt Nam; các chi nhánh quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam; Các công ty chứng khoán; Các doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế thuộc mọi thành phần kinh tế [62].

TPCP được đấu thầu theo hình thức cạnh tranh lãi suất hoặc kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất, trong phạm vi lãi suất chỉ đạo của Bộ Tài chính. Trong trường hợp kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất, khối lượng trái phiếu đấu thầu không cạnh tranh lãi suất không vượt quá 30% tổng khối lượng trái phiếu thông báo phát hành của đợt đó. Số trái phiếu trúng thầu được niêm yết và giao dịch tại Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) và bắt đầu từ 2/6/2008 tập trung niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (nay là Sở giao dịch chứng khoán HN – HNX).

Tính đến hết năm 2008, Kho bạc Nhà nước đã tổ chức 161 phiên đấu thầu và NHPT tổ chức được 99 phiên đấu thầu [13], [19]. Hiện tại, đã có 63 thành viên đủ

điều kiện tham gia đấu thầu TPCP tại HNX. Ngoài 9 thành viên là các ngân hàng, quỹ đầu tư nước ngoài, các thành viên còn lại chủ yếu là các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm trong nước...

Đơn vị: tỷ đồng



(Nguồn: Kho bạc Nhà nước và NHPTVN)

Biểu đồ 2.2. Kết quả đấu thầu trái phiếu Chính Phủ giai đoạn 2000 – 2009

Do quá trình hình thành và hoàn thiện thị trường, phương thức đấu thầu TPCP được chia làm hai giai đoạn: Giai đoạn từ năm 2000 – 30/06/2006: việc đấu thầu trái phiếu được thực hiện ở TTGDCK thành phố HCM và TTGDCK Hà Nội (bắt đầu từ năm 2005) và Giai đoạn từ sau 30/06/2006 – nay: việc đấu thầu trái phiếu được thực hiện tập trung tại Sở giao dịch Hà Nội [5]. Dưới đây là phân tích tình hình thị trường phát hành thông qua hình thức đấu thầu trái phiếu Chính Phủ

Trong giai đoạn đầu (khoảng cuối năm 2000 và đầu năm 2001), thị trường đấu thầu trái phiếu Chính Phủ đã gặp nhiều khó khăn. Sau một số phiên đấu thầu đầu đạt kết quả tốt, thị trường đấu thầu trái phiếu Chính Phủ trở nên "vắng khách" trong thời gian khá dài. Nhiều phiên liên tục không có đơn vị trúng thầu, thậm chí có phiên không có đơn vị đặt thầu. Nguyên nhân là do số thành viên tham gia thị trường còn

ít, chủ yếu là các ngân hàng thương mại Nhà nước còn các chủ thể khác vào thời điểm đó không có nhiều nguồn vốn để đầu tư dài hạn vào trái phiếu Chính Phủ. Nguyên nhân quan trọng chính là cơ chế lãi suất do Bộ Tài chính quy định còn quá áp đặt một cách cứng nhắc (đó là quy định lãi suất trần) chưa theo lãi suất của thị trường, không đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư, do vậy lãi suất của các thành viên tham gia đấu thầu đưa ra thường cao hơn khung lãi suất chỉ đạo của Bộ Tài chính quy định [31], [79]. Trước tình hình đó, tháng 7/2001, Bộ Tài chính đã tiến hành nới lỏng cơ chế phát hành, nhất là cơ chế lãi suất (khung lãi suất). Mặc dù vậy, giá trị huy động vốn còn rất thất thường. Kết quả các đợt đấu thầu không ổn định, nhiều phiên không đạt được mức dự kiến huy động. Mỗi phiên chỉ có từ 2 -3 đơn vị tham gia nhưng hầu hết các phiên đều có thành viên trúng thầu.

Trong thời gian từ năm 2000 đến năm 2005, được nhận định là thời kỳ bắt đầu hình thành và “tập dượt” của thị trường chứng khoán Việt Nam [50]. Do vậy, việc phát hành trái phiếu cũng như tham gia đấu thầu còn là điều mới mẻ và mang tính nghiên cứu, thăm dò. Trong giai đoạn này lãi suất bình quân trúng thầu nằm trong khoảng từ 6,5 – 8,7%/ năm đối với các kỳ hạn từ 5 năm trở xuống và từ 8,8% - 9,8%/năm đối với kỳ hạn 10 và 15 năm. Bắt đầu từ năm 2002, trái phiếu Chính Phủ có thêm một đơn vị huy động vốn bên cạnh Kho bạc Nhà nước, đó là Quỹ Hỗ trợ phát triển (đến 2006 đổi thành Ngân hàng Phát triển). Quỹ có nhiệm vụ phát hành trái phiếu đầu tư để huy động vốn cho nhiệm vụ tín dụng đầu tư phát triển của Chính Phủ. Vì vậy, ngay sau khi được Bộ trưởng Bộ Tài chính cho phép phát hành trái phiếu Chính Phủ tại Quyết định số 135/2001/QĐ-BTC ngày 14/12/2001, Quỹ Hỗ trợ phát triển đã thực hiện triển khai huy động vốn. Tuy nhiên, nguồn vốn huy động của NHPT thời gian này là không nhiều và tỷ lệ thành công là chưa cao.

Tính đến hết năm 2005, KBNN đã huy động được 5.818,4 tỷ đồng và NHPT huy động được 1.274 tỷ đồng.

Năm 2006, cùng với sự bùng nổ của TTCK và thực hiện Quyết định 2276/QĐ-BTC ngày 20/6/2006 của Bộ Tài chính, hoạt động đấu thầu đã có những thành công

đột biến. Giá trị TPCP trúng thầu năm 2006 khoảng 7.885 tỷ gấp 3,3 lần so với năm 2005 (trong đó TTGDCK Hà Nội huy động được 4.268 tỷ đồng). Trong thời gian này, đã có nhiều phiên đấu thầu TPCP có kết quả mời thầu từ 200 tỷ đồng trở lên và dành cho TPCP có cùng kỳ hạn nhưng ngày đáo hạn khác nhau. Phiên đấu thầu ngày 09/06/2006 có giá trị mời thầu 700 tỷ đồng, giá trị trúng thầu là 650 tỷ. Các phiên đấu thầu từ tháng 9/06 đến tháng 12/2006 chỉ có một phiên đạt tỷ lệ 90% còn lại tất cả đều đạt 100%. Những kết quả thành công trong năm 2006, tạo tiền đề cho việc thực hiện kế hoạch phát hành TPCP theo lô lớn trong những năm tiếp theo. Trong năm 2006, do chuyển đổi từ Quỹ sang thành Ngân hàng Phát triển (NHPT) nên Quỹ không thực hiện đấu thầu mà chỉ tập trung huy động vốn bằng hình thức bảo lãnh phát hành.

Đầu năm 2007, thực hiện việc tập trung phát hành TPCP theo lô lớn để tạo tính thanh khoản cho thị trường [3]. KBNN đã phát hành thành công TPCP theo lô lớn đầu tiên có tổng khối lượng tính theo mệnh giá là 1.000 tỷ đồng, được phát hành thành ba đợt vào các ngày 19/03/2007, 27/04/2007 và 17/05/2007, có cùng ngày đến hạn thanh toán là 19/03/2012, lãi suất thanh toán hằng năm (7,8%/năm). Lô thứ hai năm 2007, có tổng khối lượng gọi thầu là 2.000 tỷ, khối lượng trúng thầu 1.570 tỷ, đạt 78,5%, lô này cũng được phát hành thành ba đợt. Hoạt động đấu thầu TPCP tiếp tục tạo ấn tượng mạnh đến sáu tháng đầu năm 2007. Tuy nhiên, theo thống kê của TTGDCK HN dấu hiệu của những phiên đấu thầu thất bại đã xuất hiện. Cụ thể, quý I/2007 tỉ lệ thành công đạt 99%; quý II/2007 giảm xuống 82,46%, quý III/2007 giảm còn 58,39%, quý IV/2007 67,3%. Điển hình là tại phiên đấu thầu TPCP ngày 05/09/2007, tỷ lệ trúng thầu chỉ đạt 100 tỷ đồng trên tổng khối lượng gọi thầu 700 tỷ đồng, tỷ lệ thành công là 14,2%. Trong giai đoạn cuối năm 2007, rất nhiều phiên đấu thầu thất bại. Một nghịch lý là số lượng thành viên tham gia đấu thầu ngày một tăng, khối lượng đăng ký đấu thầu cũng vượt quá khối lượng gọi thầu, bình quân gấp 3,65 lần khối lượng gọi thầu, điều này cho thấy nhu cầu đầu tư vào trái phiếu Chính Phủ trong thời gian này ngày một tăng nhưng khối lượng trúng thầu ngày một

giảm. Tính đến hết tháng 12/2007, HASTC đã tổ chức được 44 phiên đấu thầu TPCP và huy động được gần 18.000 tỷ đồng đạt 65,4% so với kế hoạch.

Cũng giống như năm 2007, trong năm 2008, Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (nay là SGDCK) đã tổ chức được 44 phiên đấu thầu trái phiếu, huy động được 6.308 tỷ đồng đạt 22,1% kế hoạch gọi thầu, bằng gần 35% tổng huy động của năm 2007 với mức lãi suất đưa ra trong các phiên đấu thầu những tháng đầu năm và cuối năm 2008 xoay quanh mức 7,6 - 10%/năm. Riêng từ tháng 6 đến tháng 10, lãi suất trần bình quân khoảng 15%/năm và những tháng cuối năm khoảng 9,0% với loại trái phiếu từ 2 đến 5 năm. Còn đối với các loại trái phiếu có thời gian 10 và 15 năm khoảng 8% những tháng đầu năm và 15% vào nửa cuối năm [50], [58].

Mặc dù với mức lãi suất được xem là khá hấp dẫn, tuy nhiên do biến động kinh tế vĩ mô và chính sách tiền tệ thắt chặt, lạm phát làm cho khối lượng trúng thầu thành công là thấp, có nhiều phiên không thành công trong đó có nhiều phiên phát hành theo lô lớn đặc biệt là đối với loại trái phiếu có thời hạn từ 2 – 5 năm (đây là loại trái phiếu được các tổ chức tài chính nước ngoài khuyến nghị để sử dụng trong việc xây dựng đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu Việt Nam), bên cạnh đó là số lượng thành viên tham gia đấu thầu cũng rất ít [50]. Có thể đưa ra một vài ví dụ cụ thể để làm rõ hơn những đánh giá này: Ngày 14/03/2008, tổ chức đấu thầu TPCP theo lô lớn, đợt 1, lô 1 do KBNN phát hành, với tổng giá trị gọi thầu là 1.000 tỷ đồng, kỳ hạn 5 năm, đợt đấu thầu này chỉ có 1 thành viên tham dự, với số tiền đăng ký đấu thầu hợp lệ là 400 tỷ đồng. Mức lãi suất đăng ký thấp nhất là 9%/năm, trong khi lãi suất trần do Bộ Tài chính đưa ra là 8,5%/năm. Đợt đấu thầu TPCP tổ chức ngày 28/03/2008 do KBNN phát hành với khối lượng gọi thầu là 1.500 tỷ đồng, kỳ hạn 5 năm, có 3 thành viên tham gia đấu thầu, với tổng số tiền đăng ký đấu thầu hợp lệ chỉ vãn vẹn là 120 tỷ đồng và với lãi suất đăng ký thấp nhất là 8,9%/năm, so với mức lãi suất trần là 8,5%/năm dẫn tới sự thất bại của cuộc đấu thầu, tình trạng này cũng diễn ra tương tự ở ngày 2/04/2008 [31].

Bảng 2.3: Một số mức lãi suất đấu thầu trái phiếu 2 năm, 3 năm và 5 năm trên Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội năm 2008

Thời gian đấu thầu	Kỳ hạn trái phiếu	Lãi suất trần	Lãi suất đăng ký thấp nhất	Lãi suất cao nhất	Lãi suất trúng thầu	Khối lượng trúng/ tổng khối lượng (tỷ đồng)
11/01/2008	3 năm	7,9	7,80	8,6	7,9	300/300
	5 năm	8,5	8,5	9,0	8,5	250/700
28/02/2008	2 năm	7,68	7,68	7,7	7,68	700/700
	3 năm	8,0	8,05	8,05	Không có	0/300
28/03/2008	5 năm	8,5	8,9	9,5	Không có	0/1.500
25/04/2008	5 năm	8,5	9,0	9,0	Không có	0/1.000
16/05/2008	5 năm	8,9	10,5	15,0	Không có	0/500
27/06/2008	2 năm	11,0	11,0	11,0	11,0	2/300
31/07/2008	5 năm	15,0	21,0	22,0	Không có	0/200
08/08/2008	3 năm	17,5	17,0	19,0	17,5	500/500
	5 năm	16,0	15,0	19,0	16,0	55/500
19/09/2008	5 năm	15,0	15,0	15,0	15,0	50/400
24/10/2008	3 năm	15,0	15,0	15,0	15,0	40/300
	5 năm	15,0	15,0	15,0	15,0	50/300
28/11/2008	2 năm	9,5	9,3	13,0	9,5	20/500
	5 năm	10,0	10,5	13,5	Không có	0/300
26/12/2008	3 năm	8,5	8,8	11,0	Không có	0/200
	5 năm	8,5	8,9	11,0	Không có	0/300

(Nguồn: Tổng hợp dựa trên số liệu của HNX năm 2008)

Việc đấu thầu không thành công đã làm cho các đợt phát hành TPCP không phát hành được theo đúng kế hoạch của Chính Phủ. Nguyên nhân chủ yếu do việc đưa ra mức lãi suất trần thấp, chỉ 7,05 - 7,8%/năm (có đợt chỉ là 6,5%/năm) đối với trái phiếu kỳ hạn 5 năm; 7,95% - 8,6%/năm đối với trái phiếu kỳ hạn 10 năm; 8 - 8,8%/năm đối với trái phiếu kỳ hạn 15 năm, trong khi kỳ vọng về lãi suất của nhà

đầu tư ngày một cao, xuất phát từ việc tăng dự trữ bắt buộc từ 5% lên 10% làm tăng chi phí huy động vốn của hệ thống ngân hàng thương mại (đầu năm 2008, trước tình hình lạm phát tăng cao, lãi suất huy động của các ngân hàng cũng tăng đột biến. Nhà đầu tư kỳ vọng lãi suất TPCP cũng sẽ tăng, tuy nhiên Bộ Tài chính vẫn chủ trương dùng cơ chế lãi suất trần để khống chế mức tăng lãi suất trái phiếu là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến việc tỷ lệ trúng thầu giảm trong thời gian qua. Việc phát hành liên tục không thành công sẽ ảnh hưởng đến lượng hàng hóa cung cấp cho thị trường thứ cấp [31], [50].

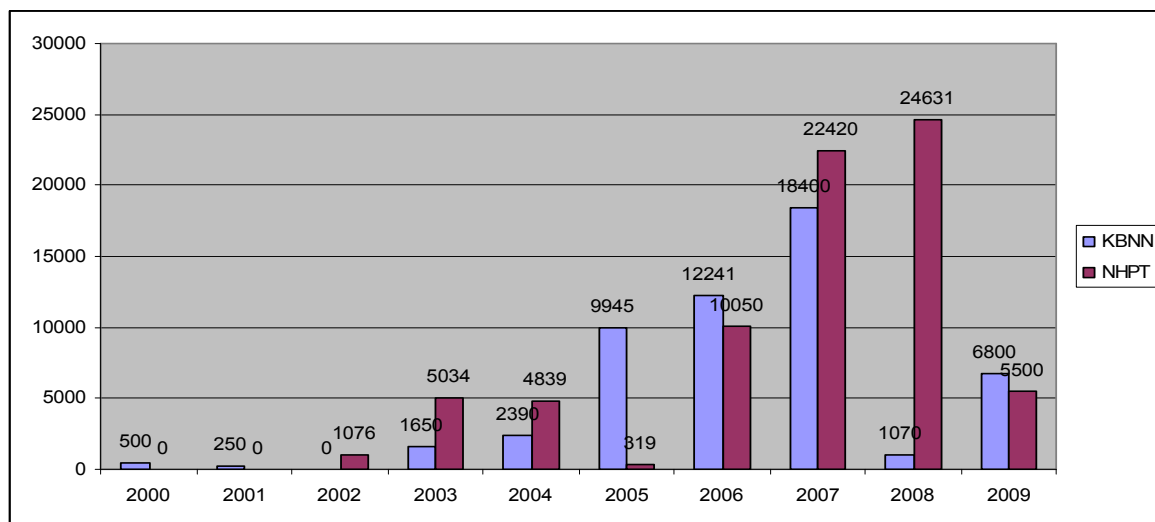
Năm 2009, là năm khó khăn trong việc huy động vốn bằng việc phát hành trái phiếu Chính phủ, đã có hơn 100 đợt gọi thầu trái phiếu Chính Phủ được tổ chức tại SGDCK Hà Nội (HNX). Tuy nhiên, rất nhiều phiên đấu thầu thất bại, thậm chí có nhiều phiên không có NĐT nào tham gia (nếu tính số phiên đủ điều kiện thực hiện tại HNX chỉ là 60 và trong đó chỉ có 14 phiên có kết quả trúng thầu). Số vốn huy động được đạt rất thấp, chỉ **khoảng gần 2.600 tỉ đồng so với trên 70.000** tỷ đồng gọi thầu với các kỳ hạn 2, 3, 5 và 10 năm. Lãi suất trong 6 tháng đầu năm từ 6,7% - 9,2%/năm và 6 tháng cuối năm là 10,0% - 11,0%/năm. Tỷ lệ trúng thầu trái phiếu bằng đồng nội tệ so với gọi thầu tại HNX đạt khoảng 3,7%, rất thấp so với năm 2007 và 2008 với các tỷ lệ tương ứng là 65,4% và 22,1%.

c, Phát hành trái phiếu bằng phương thức bảo lãnh

Song song với việc triển khai phương thức đấu thầu trái phiếu qua Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP. HCM, Tháng 9/2000, Bộ Tài chính thực hiện việc phát hành trái phiếu theo phương thức bảo lãnh, thông qua các tổ chức bảo lãnh là các công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, công ty tài chính phân phối rộng rãi trái phiếu Chính Phủ đến các nhà đầu tư tạo một kênh huy động vốn trung và dài hạn cho NSNN và đầu tư phát triển.

Bảo lãnh phát hành là phương thức bán trái phiếu mà người phát hành không trực tiếp bán các loại trái phiếu cho các nhà đầu tư mà uỷ quyền cho các tổ chức đủ khả năng về vốn và trình độ nghiệp vụ, uy tín và có mối quan hệ tốt với các nhà đầu tư.

Với đặc trưng của phương thức bảo lãnh phát hành, lãi suất trái phiếu được hình thành trên cơ sở thỏa thuận giữa tổ chức phát hành và tổ chức bảo lãnh phát hành, thành viên bảo lãnh chủ động trong việc quyết định đầu tư, do vậy kết quả phát hành theo phương thức bảo lãnh thường đạt được tỷ lệ thành công rất cao và thu hút các nhà đầu tư lớn tham gia [38].



(Nguồn: Tổng hợp số liệu của KBNN và NHPTVN)

Biểu đồ 2.3. Giá trị trái phiếu (tỷ đồng) huy động thông qua hình thức bảo lãnh phát hành giai đoạn 2000 – 2009

Tính đến năm 2008, Kho bạc Nhà nước đã tiến hành tổ chức được hơn 150 đợt bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính Phủ, đạt giá trị là 60.446 tỷ đồng với lãi suất giai đoạn 2000 – 2004 là 6,6%/năm – 8,5%/năm và từ 2005 – 2008 khoảng 8,5 – 9,7%/năm, phí bảo lãnh phát hành là 0,15%. Mỗi đợt có từ 3 - 5 thành viên tham gia đàm phán để thống nhất lãi suất và khối lượng trái phiếu bảo lãnh. Giá trị các bảo lãnh phát hành nhìn chung là khả quan đặc biệt là từ năm 2003 luôn có xu hướng tăng và đạt ở mức cao.

Đối với Ngân hàng Phát triển, bảo lãnh phát hành trái phiếu được ngân hàng sử dụng nhiều hơn so với đấu thầu để huy động vốn. Do vậy, giá trị và tỷ lệ so với dự kiến phát hành luôn đạt ở mức cao. Nguồn vốn huy động từ phát hành trái phiếu Chính Phủ (đặc biệt là từ bảo lãnh phát hành) đang dần trở thành nguồn vốn quan

trọng và chiếm tỷ trọng cao của NH. Tính đến hết năm 2008, NHPT đã tiến hành tổ chức được 243 đợt bảo lãnh phát hành, thu được 71.245 tỷ đồng với các mức lãi suất trung từ 7,5 – 8,5%/năm đối với loại trái phiếu từ 2 – 5 năm (năm 2008 là 7,7 – 15%/năm) và từ 8,8 – 9,25% đối với loại trái phiếu kỳ hạn 10 và 15 năm (năm 2008 là 15%/năm) [23].

Năm 2009, Hoạt động huy động vốn thông qua hình thức bảo lãnh, bán lẻ của Kho bạc Nhà nước thời hạn 3, 5, 10 năm và bảo lãnh của NHPT thời hạn 2, 3, 10 năm với mức lãi suất 8,9% - 11%/năm cũng đạt ở con số khiêm tốn vào khoảng 12.300 tỷ đồng (KBNN: 6.800 và NHPT: 5.500) so với trên 40.000 tỷ đồng năm 2008. Hiện tại, trên HNX có 46 đơn vị được công nhận là thành viên bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính Phủ. Trái phiếu Chính Phủ được phát hành dưới hình thức ghi sổ hoặc chứng chỉ, chứng chỉ trái phiếu không ghi tên và in sẵn mệnh giá với các thời hạn: 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm. Thông qua kênh phát hành này, KBNN và NHPT đã tạo ra được một khối lượng hàng hoá có chất lượng, đáp ứng đủ các yêu cầu kỹ thuật để được niêm yết và giao dịch tại SGDCK.

Có thể thấy, bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính phủ là kênh đang chiếm giá trị vốn huy động lớn nhất so với các hình thức khác. Với hình thức này, KBNN và NHPT đã huy động được hàng trăm nghìn tỷ đồng nguồn vốn dài hạn cho NSNN và cho đầu tư phát triển, góp phần bổ sung một lượng hàng hoá lớn cho thị trường. Thị trường bảo lãnh phát hành ngày càng được hoàn thiện và phát triển, trở thành nơi thu hút nhà đầu tư.

Bên cạnh những kênh huy động trên, trong giai đoạn từ 2003 – 2009, KBNN đã thực hiện việc bán TPCP cho Bảo hiểm xã hội Việt Nam với tổng số tiền hơn 25.000 tỷ đồng. Đây là một nguồn vốn tương đối lớn và ổn định, đáp ứng được yêu cầu sử dụng chủ động của Chính Phủ.

d, Hoạt động phát hành trái phiếu Chính Phủ bằng ngoại tệ

Bắt đầu từ 2003, Chính Phủ cũng đã thực hiện phát hành trái phiếu bằng đồng ngoại tệ. Trong năm 2003 và 2004, Bộ Tài chính (KBNN) đã phát hành trái phiếu

Chính Phủ có mệnh giá bằng USD. Kết quả huy động trái phiếu như sau: Từ ngày 15/10/2003 đến ngày 15/12/2003, tổng giá trị trái phiếu phát hành bằng đô la Mỹ thời hạn 5 năm là 32.794.000 USD với lãi suất 3,4 – 3,5%/năm; Vào năm 2004, từ ngày 15/4/2004 đến ngày 15/6/2004. Tổng khối lượng trái phiếu phát hành bằng đô la Mỹ là 44.358.000 USD với lãi suất 3,5%/năm (đợt phát hành năm 2003 và 2004 được thực hiện thông qua hình thức bán lẻ và đấu thầu).

Ngày 27/10/2005, lần đầu tiên sau 10 năm chuẩn bị, trái phiếu Chính Phủ Việt Nam đã được phát hành ra thị trường vốn quốc tế. 750 triệu USD trái phiếu đã được các nhà đầu tư đặt mua hết ngay sau khi phát hành với lãi suất là 7,125%/năm. Trong đó các quỹ đầu tư chiếm 51%; các NH quốc tế 25%, Các công ty BH 17% và các tổ chức đầu tư khác là 7%. Đợt trái phiếu này sẽ được giao dịch trên tất cả các trung tâm chứng khoán lớn như Hongkong, Singapore, London, New York, Boston... liên tục đến năm 2016 [64]. Điều này cho thấy sự quan tâm của các nhà đầu tư quốc tế đối với TPCP Việt Nam. Toàn bộ số tiền huy động được chuyển giao cho Vinashin thực hiện hoạt động đầu tư sản xuất kinh doanh nhằm mục đích nâng cao khả năng cạnh tranh trong lĩnh vực kinh doanh vận tải biển của Việt Nam. Tuy nhiên với mức lãi suất cao như vậy nếu không có sự quản lý và sử dụng hiệu quả vốn sẽ là một gánh nặng lớn cho Chính Phủ trong việc trả nợ sau này.

Trong năm 2009, Chính Phủ cũng đã tiến hành huy động vốn bằng USD với 4 đợt phát hành (trong đó có 3 đợt thông qua đấu thầu tại HNX và 1 đợt do KBNN bảo lãnh phát hành). Tổng số tiền huy động qua đấu thầu đạt là 460,110 triệu USD/750 triệu USD gọi thầu đạt 61,35% (đợt 1/2009 diễn ra vào cuối tháng 3/2009, qua 3 lần đấu thầu đã huy động được 230,11 triệu USD/300 triệu USD giá trị trái phiếu kỳ hạn 2 và 3 năm được đưa ra đấu thầu, đạt 76,7% với lãi suất là 3,3 – 3,6%; đợt 2/2009 diễn ra vào cuối tháng 8/2009, qua 3 lần đấu thầu với các kỳ hạn 1,2 và 3 đã huy động được 157 triệu USD với lãi suất khoảng 3,9% trên tổng số 250 triệu USD giá trị trái phiếu đưa ra gọi thầu, đạt 62,8%; đợt 4 vào tháng 12/2009, với trái phiếu thời hạn 1 năm, kết quả huy động được 73 triệu USD trong tổng số 200 triệu USD giá trị trái phiếu gọi thầu, đạt 36,5%. Lãi suất trúng thầu là 4%/năm; Riêng việc phát hành trái phiếu đợt 3/2009 được Kho bạc Nhà nước bảo lãnh phát hành

với số vốn là 83 triệu USD). Tính cả 4 đợt huy động trái phiếu Chính Phủ bằng ngoại tệ, Kho bạc Nhà nước đã huy động được 543,11 triệu USD. Tất cả các trái phiếu bằng ngoại tệ được niêm yết và giao dịch trên hệ thống giao dịch trái phiếu Chính phủ tại HNX.

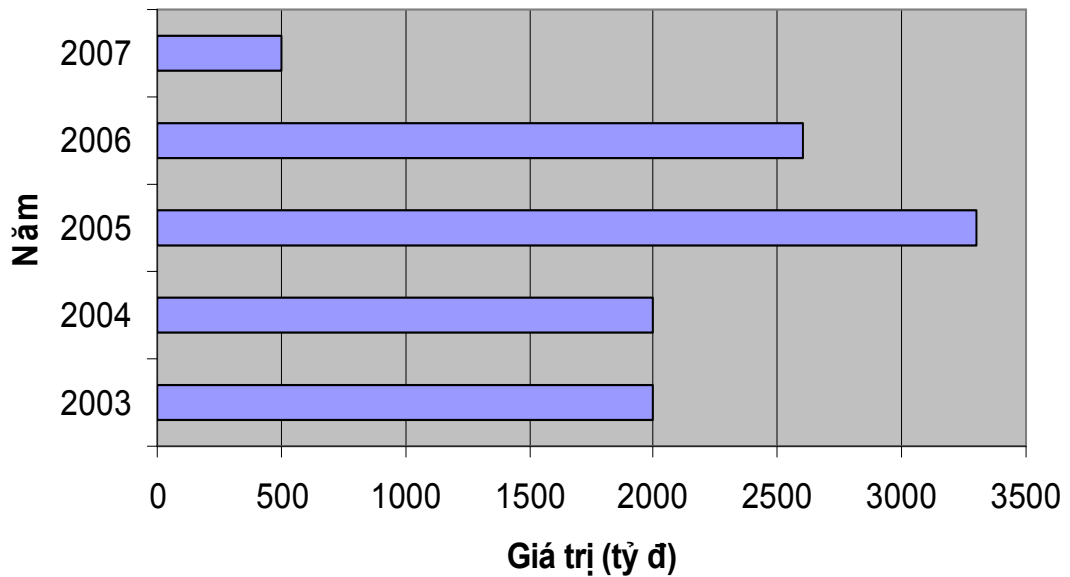
Phát hành trái phiếu Chính Phủ có mệnh giá bằng ngoại tệ, là một bước đi mới trong công tác phát hành trái phiếu Chính Phủ, tạo sự đa dạng về nguồn vốn, đặc biệt là huy động được một lượng vốn lớn trên thị trường quốc tế, mở ra thêm một cơ hội đầu tư, giúp người dân làm quen với hình thức đầu tư trái phiếu có mệnh giá bằng ngoại tệ.

2.2.1.2. Thực trạng phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

Trái phiếu Chính quyền địa phương là một loại chứng khoán nợ, do ủy ban nhân dân cấp tỉnh phát hành, có thời hạn, có mệnh giá, có lãi, xác nhận nghĩa vụ trả nợ của ủy ban nhân dân cấp tỉnh đối với người sở hữu trái phiếu [12]. Phát hành TPCQĐP nhằm mục đích huy động vốn đầu tư cho các công trình xây dựng cơ sở hạ tầng của Trung ương cũng như địa phương.

TPCQĐP được phát hành qua các hình thức: bán lẻ qua KBNN (chỉ thực hiện đến năm 2003), đấu thầu qua TTGDCK, bảo lãnh phát hành hoặc đại lý phát hành.

Giai đoạn trước 2003, TPCQĐP do Chính Phủ bảo lãnh phát hành. Do vậy, triển khai Nghị định số 72/CP của Chính Phủ về quy định phát hành trái phiếu Chính Phủ, năm 1995, Bộ Tài chính đã hướng dẫn các 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. Trên cơ sở đó, UBND Thành phố HCM đã khởi động cho việc phát hành trái phiếu đô thị huy động đầu tư đường Nguyễn Tất Thành – Liên tỉnh lộ 15. Cũng trong giai đoạn này, Bộ Tài chính đã cho phép một số địa phương thực hiện huy động vốn cho các công trình thông qua việc phát hành trái phiếu (được CPBL) như: trái phiếu khu đô thị mới Linh Đàm (42 tỷ), khu đô thị mới Định Công (50 tỷ), đô thị mới Chí Linh (71 tỷ), xi măng Bút Sơn (122 tỷ) và một số trái phiếu công trình của các địa phương khác ở Tiền Giang, Bình Thuận, Khánh Hòa [16]...Nhìn chung thị trường TPCQĐP ở giai đoạn này còn sơ khai, quy mô thị trường còn nhỏ và tốc độ tăng trưởng tương đối chậm.



(Nguồn: Tập hợp số liệu từ Sở GDCKTP.HCM và TT GDCKHN)

Biểu đồ 2.4: Giá trị TPCQDP phát hành từ 2003-2007

Từ năm 2003 đến nay, triển khai nghị số 141/2003/NĐ-CP trong đó trao quyền chủ động cho các địa phương trong việc phát hành trái phiếu khi có nhu cầu vốn cho đầu tư và phát triển lớn, trong khi nguồn vốn từ ngân sách còn hạn chế. Trước tình hình đó, một số tỉnh, thành phố có khả năng về tiềm lực kinh tế đã tiến hành phát hành trái phiếu huy động vốn tài trợ cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng [16]. Việc phát hành TPCQDP đã tạo nguồn vốn trung và dài hạn cho các địa phương thực hiện việc đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng phát triển kinh tế - xã hội địa phương. TP.HCM và Hà Nội là 2 thành phố có khối lượng phát hành trái phiếu lớn nhất với giá trị khoảng gần 11.000 tỷ đồng và được niêm yết tại các SGDCK (TPHCM: 8.431 tỷ đồng và Hà Nội: 1.500 tỷ đồng), các địa phương khác do điều kiện nên việc thực hiện huy động qua hình thức này còn rất hạn chế.

Trong năm 2008 và 2009 là một năm khó khăn của nền kinh tế, do đó mặc dù Hà Nội và TP.HCM có tổ chức hoạt động đấu thầu trái phiếu nhưng đều gặp thất bại do lãi suất thấp và không được các nhà đầu tư quan tâm.

Bảng 2.4. Giá trị phát hành trái phiếu của TP.Hà Nội

TT	Đơn vị Phát hành	T/gian đáo hạn (năm)	Lãi suất (%)	Ngày phát hành	Ngày niêm yết	Giá trị niêm yết (Tỷ đ)
1	UBND thành phố Hà Nội	5	9.07	20/10/2005	28/10/2005	150
2	UBND thành phố Hà Nội	5	9.1	1/11/2005	7/11/2005	855
3	UBND thành phố Hà Nội	5	8.7	24/10/2006	3/11/2006	40
4	UBND thành phố Hà Nội	5	8.75	27/10/2006	6/11/2006	460

(Nguồn: www.hastc.org.vn, 2008)

Bảng 2.5: Giá trị phát hành trái phiếu đô thị TP.HCM đến 2007

Năm	2 năm		5 năm		10 năm		15 năm		Tổng (tỷ đ)
	Giá trị (tỷ đ)	Lãi suất (%)	Giá trị (tỷ đ)	Lãi suất (%)	Giá trị (tỷ đ)	Lãi suất (%)	Giá trị (tỷ đ)	Lãi suất (%)	
2003	200	8.52	1.800	9	-	-	-	-	2.000
2004	-	-	1.600	8,5-8,7	400	9	-	-	2.000
2005	-	-	1.185	9-9,05	-	-	965	9,55	2.150
2006	-	-	850	8,8-9,05	525	9,15-9,25	625	9,25-9,55	2.000
2007	-	-	466	8,5	-	-	-	-	466
Tổng (tỷ đ)	200		5.716		925		1.590		8.431

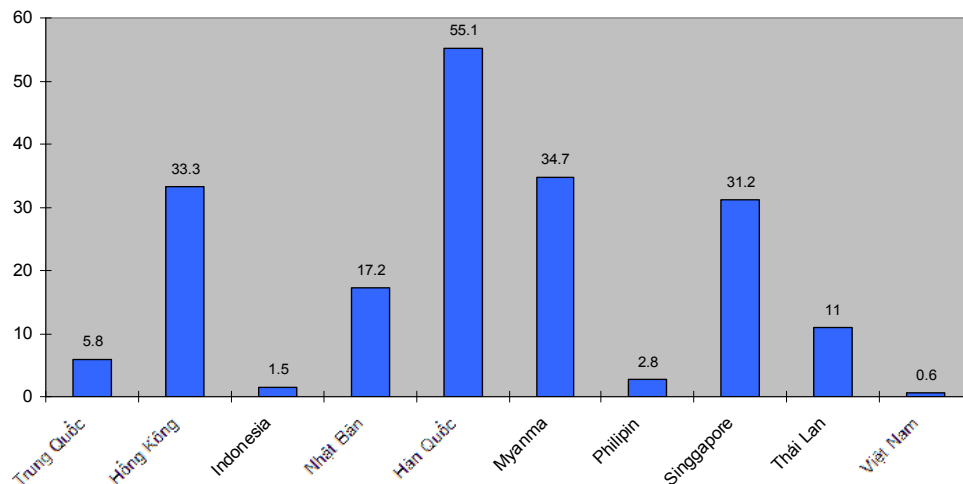
(Nguồn: [31], Quy đầu tư phát triển đô thị TP.HCM)

Thị trường TPCQĐP trong thời gian qua đã tạo ra kênh huy động vốn hữu hiệu cho NSNN địa phương, đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, kinh tế xã hội. Các địa phương đã huy động được một lượng vốn tạm thời nhàn rỗi trong nền kinh tế để thực hiện đầu tư vào các dự án của mình, từ đó, góp phần giảm bớt căng thẳng về vốn. Phát hành TPCQĐP làm tăng nguồn vốn đầu tư trong dài hạn, cơ cấu nợ chuyển dần từ ngắn hạn sang dài hạn, phù hợp với diễn biến của nền kinh tế thị

trường, đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển của địa phương. Ngoài ra, việc mở rộng phát hành TPCQĐP, đã cung cấp thêm một lượng hàng hóa cho TTCK Việt Nam, góp phần thúc đẩy cho thị trường phát triển.

2.2.1.3. *Thực trạng phát hành trái phiếu doanh nghiệp*

Cùng với sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam, thị trường trái phiếu được hình thành trong đó có thị trường TPDN. Mặc dù được coi là một kênh huy động vốn tích cực cho các doanh nghiệp và đóng vai trò quan trọng trong phát triển của thị trường vốn. Tuy nhiên, nếu coi thị trường TPCP là thị trường dẫn dắt các thị trường khác phát triển thì hiện tại thị trường TPCP Việt Nam đang ở giai đoạn bước đầu phát triển do vậy, điều tất yếu là thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam hiện nay cũng vẫn còn ở giai đoạn sơ khai, quy mô nhỏ và mang tính riêng lẻ, hoạt động trên thị trường thứ cấp gần như không phát triển. So với các nước khác trong khu vực tỷ lệ giá trị TPDN đã được phát hành so với GDP là rất nhỏ bé, chỉ gần 0,6% (khoảng 36.000 tỷ đồng).



(Nguồn: Asian Bonds Online)

Biểu đồ 2.5: Tỷ lệ giá trị TPDN của một số nước Châu Á so với GDP năm 2008
a, Hoạt động phát hành trái phiếu

Ngay từ những năm 1994, một số doanh nghiệp Nhà Nước có nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, đặc biệt là các doanh nghiệp trong ngành điện và xi măng đã được Bộ Tài chính phê duyệt phương án phát hành trái phiếu doanh

nghiệp. Tuy nhiên, số lượng các doanh nghiệp có nhu cầu huy động vốn thông qua hình thức phát hành trái phiếu còn ít; Ngày 1/7/1996 Công ty cổ phần cơ điện lạnh REE phát hành trái phiếu chuyển đổi với số tiền phát hành 5 triệu USD, lãi suất 4,5% năm, tiền lãi được thanh toán vào ngày 31/12/1996, 31/12/1997 và 1/5/1998. Trái phiếu REE được chuyển đổi vào năm 1998 theo hệ số chuyển đổi được xác định khi phát hành; trong năm 1996, Năm 1997, Công ty thép Miền Nam huy động 9,2 tỷ đồng, thời hạn trái phiếu là 25 đến 30 năm, lãi suất công bố hàng năm, đối tượng mua trái phiếu là cán bộ, công nhân viên của công ty.

Chỉ tính từ năm 1998, Ngân hàng đầu tư và phát triển đã liên tục tổ chức các đợt phát hành trái phiếu có kỳ hạn từ 1-5 năm với khối lượng trên 5.700 tỷ đồng; Năm 2000, Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam đã tổ chức 2 đợt phát hành với tổng trị giá trái phiếu niêm yết qua 2 đợt là 157,705 tỷ đồng (đợt 1: 83,070 tỷ phát hành ngày 26/1/2000 đáo hạn ngày 26/1/2005; đợt 2: 74,635 tỷ đồng phát hành ngày 26/6/2000 đáo hạn ngày 26/6/2005). Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, Ngân hàng Công thương Việt Nam cũng tiến hành nhiều đợt phát hành trái phiếu với khối lượng huy động vốn lớn.

Sau khi Luật Doanh nghiệp có hiệu lực thi hành từ năm 2000, có rất ít doanh nghiệp phát hành trái phiếu huy động vốn. Năm 2001, Công ty cổ phần công nghệ thông tin (EIS) phát hành trái phiếu chuyển đổi với tổng trị giá là 10 tỷ đồng, thời hạn 3 năm, lãi suất 8,4% năm, đến năm 2004 trái phiếu này được chuyển đổi thành cổ phiếu theo hệ số chuyển đổi được xác định trước.

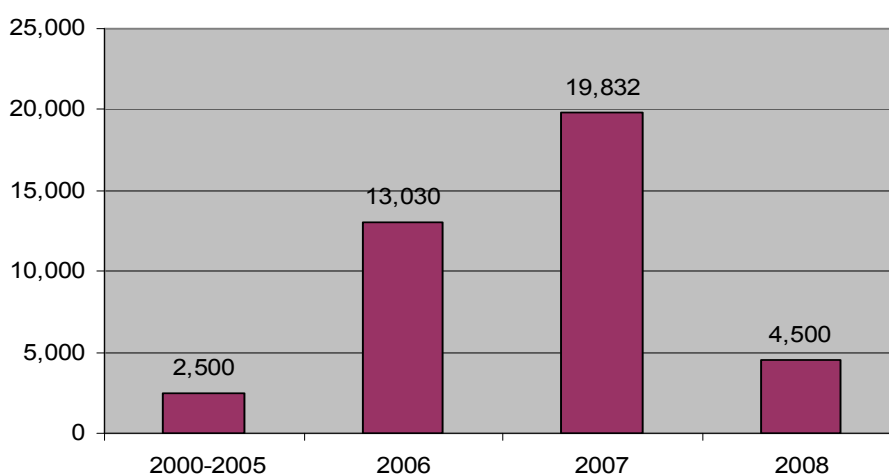
Năm 2003, Tổng công ty dầu khí Việt Nam cũng phát hành trái phiếu kỳ hạn 5 năm, với mức huy động là 300 tỷ đồng. Tháng 12 năm 2005 Ngân hàng ngoại thương Việt Nam đã phát hành trái phiếu tăng vốn với tổng số vốn huy động là 1.375 tỷ đồng với kỳ hạn 7 năm, lãi suất huy động 6%/năm. Điều đặc biệt là trái phiếu tăng vốn của Vietcombank đã lập kỷ lục “trái phiếu bán chạy nhất” trên thị trường tài chính Việt Nam, chỉ bán hết trong vòng vài phút. Tuy nhiên trái phiếu của VCB cũng đã là một đề tài bàn tán khá sôi nổi trên các phương tiện thông tin đại chúng vì tính chất chuyển đổi của nó [41].

Sự ra đời Nghị định số 52/2006/NĐCP, năm 2006 có thể coi là một bước đột phá mới cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam. Theo số liệu của Bộ

Tài chính, trong năm 2006, giá trị trái phiếu DN được phát hành thành công đạt hơn 13.000 tỷ đồng. Nổi bật là EVN: 6.000 tỷ đồng (phát hành 8 đợt), Vinashin: 2.600 tỷ đồng (phát hành 5 đợt) và Tổng công ty Sông Đà: 260 tỷ đồng....

Năm 2007 là năm được coi là năm khởi sắc của trái phiếu doanh nghiệp trên cả phương diện số lượng doanh nghiệp phát hành cũng như giá trị phát hành. Tính đến hết tháng 12/2007, giá trị phát hành TPDN đạt 19.832 tỷ đồng Cụ thể là Vinashin: 3.000 tỷ đồng (phát hành 3 đợt), Vinaconex: 1.000 tỷ, Lilama: 2.000 tỷ đồng (phát hành 3 đợt), Tổng công ty Thép VN: 900 tỷ đồng, NHTM Sài Gòn: 1.400 tỷ đồng; NHTMCP quân đội: 2.500 tỷ; Vinashin: 3.000 tỷ đồng; CTCP Vincom: 1.000 tỷ đồng; CTCP Đường cao tốc VN (VEC): 400 tỷ đồng...

Năm 2008, cùng với sự “ảm đạm” của thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng chung số phận. Tính đến hết năm 2008, chỉ có 4 doanh nghiệp phát hành trái phiếu thành công với giá trị đạt 4.500 tỷ đồng, bằng 44% so với năm 2007. Đối tượng phát hành cụ thể là: CTCP Đường cao tốc VN (VEC): 500 tỷ đồng (đây là trái phiếu công trình đầu tiên do Chính Phủ bảo lãnh phát hành); CTCP Vincom: 2.000 tỷ đồng; CTCP Hoàng Anh Gia Lai: 1.000 tỷ đồng (2 đợt) và CTCP DL và TM Vinpearl (2 đợt): 1.000 tỷ đồng [69].



(Nguồn: Tổng hợp từ UBCKNN và các bài báo)

Biểu đồ 2.6: Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2000 – 2008

Trong năm 2009, mặc dù số liệu thống kê chưa đầy đủ nhưng TPDN được phát hành có tỷ lệ thành công cao và có thể gọi là “được mùa” với giá trị lên tới gần 20.000 tỷ đồng [60]. Dưới đây là một số doanh nghiệp tiêu biểu phát hành trái phiếu thành công: Tập đoàn Than – KSVN: 1.500 tỷ đồng; Tổng công ty thép Việt Nam: 1.000 tỷ đồng; Công ty đầu tư Nhơn Trạch: 1.000 tỷ đồng cho dự án Đông Sài Gòn; Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN): 3.500 tỷ đồng. Đây là đợt phát hành trái phiếu tiền đồng Việt Nam lớn nhất trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam từ trước tới nay. Trái phiếu EVN kỳ hạn năm năm, ngoài mức lãi suất 10,4%/năm cho năm đầu tiên, các năm tiếp theo trái chủ sẽ nhận được mức lãi suất thả nổi, được tính bằng lãi suất cho vay kỳ hạn 12 tháng bình quân của bốn ngân hàng quốc doanh với 2,75%/năm; Tháng 5/2009, Công ty Phát triển đô thị Kinh Bắc đã phát hành được 700 tỉ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm, với lãi suất 11,5%/năm để bổ sung nâng cao năng lực tài chính doanh nghiệp; Công ty cổ phần Đầu tư phát triển đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (SJS): 500 tỉ đồng, kỳ hạn 3 năm với lãi suất cố định năm đầu là 12,5%/năm, lãi suất trong hai năm tiếp theo bằng lãi suất tiền gửi tiết kiệm trả sau (kỳ hạn 12 tháng) của bốn ngân hàng là Agribank, Vietcombank, BIDV và Vietinbank; Trái phiếu Tổng Công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị (HUD) phát hành ngày 30/9/2009: 500 tỷ, kỳ hạn 3 năm, có lãi suất năm đầu 12,5% và lãi suất các năm sau bằng lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng cộng biên độ 3,8%/năm. Ngoài việc phát hành TPDN thông thường, trái phiếu kèm chứng quyền cũng đã hấp dẫn được các nhà đầu tư như trái phiếu kèm quyền mua cổ phiếu của FPT với giá trị là 1.800 tỷ đồng, lãi suất 7%, kỳ hạn 3 năm và trái phiếu của Hoàng Anh Gia Lai với giá trị là 1.450 tỷ đồng với thời hạn 1 năm và lãi suất là 0%. Điều nổi bật hơn cả đó chính là sự kiện CTCP Vincom phát hành thành công 100 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế do Credit Suisse bảo lãnh với thời hạn 5 năm, lãi suất 6%/năm và trái phiếu này được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Singapore [62]. Đây có thể nói là một tín hiệu khả quan trong việc tiếp cận các nguồn vốn nước ngoài thông qua hình thức phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp Việt Nam trong tương lai. Cũng trong năm 2009, các NHTM đã đẩy mạnh việc phát hành trái phiếu. Việc phát hành của các ngân hàng này thường hướng đến bên mua là các tổ chức lớn nên mệnh giá của trái phiếu cũng thường ở mức cao khoảng 1 tỷ

đồng. Điển hình là: NHĐT và PT Việt Nam huy động được 1.362 tỷ đồng vào đầu năm 2009; NHTMCP Sacombank: 2.000 tỷ đồng vào tháng 8/2009 và NHTMCP Hàng hải: 2.100 tỷ đồng (1.800 tỷ loại 2 năm và 300 tỷ loại 5 năm) tháng 10/2009.

b, Kỳ hạn và lãi suất trái phiếu

** Về kỳ hạn phát hành*

Các trái phiếu doanh nghiệp phát hành có kỳ hạn ngắn nhất là 2 năm và dài nhất là 15 năm. Các trái phiếu có thời hạn 5 năm thường được các doanh nghiệp sử dụng với mục đầu tư trung hạn và thường có lãi suất thả nổi. Trái phiếu Vinaconex và Lilama phát hành thường có kỳ hạn 5 năm. Để khuyến khích các nhà đầu tư, Vinanconex phát hành trái phiếu kèm theo chứng quyền (warrant) là quyền mua cổ phiếu của Nhà máy xi măng Cẩm Phả với mức giá ưu đãi. Trái phiếu EVN hầu hết đều có kỳ hạn 10 năm, đầu tư vào các công trình thủy điện, cải tạo mạng lưới điện quốc gia, trái phiếu của Vinashin có kỳ hạn 10 năm nhằm huy động vốn cho việc đóng tàu siêu trường, siêu trọng với mục đích trở thành tập đoàn đóng tàu xuất khẩu mạnh của Việt Nam và thế giới. Mới đây nhất, trái phiếu của CTCP Đường cao tốc Việt Nam (VEC) phát hành trái phiếu thời hạn 15 năm nhằm thực hiện cho dự án đường cao tốc Nội Bài – Lào Cai. Trái phiếu của Công ty Phát triển đô thị Kinh Bắc kỳ hạn 5 năm. Trái trái phiếu Công ty cổ phần Đầu tư phát triển đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (SJS) kỳ hạn 3 năm. Các trái phiếu của các NHTM được phát hành trong năm 2009 thường có thời hạn 2 và 5 năm.

Có thể thấy rằng thời hạn của TPDN không dài, thông thường trái phiếu trong một thị trường tài chính phát triển thường có thời hạn từ trên 20 năm cho đến 30 năm. Tuy nhiên, ở Việt Nam, trong điều kiện lạm phát cao luôn tiềm ẩn, môi trường chính sách chưa đảm bảo và do tác động khá nhạy cảm của các biến động kinh tế quốc tế đã gây nên tâm lý thiếu tin tưởng của các nhà đầu tư khi đầu tư vào một loại trái phiếu có thời hạn quá dài, do vậy các doanh nghiệp mới chỉ tập trung vào phát hành trái phiếu ngắn hạn từ 1 năm - đến 5 năm, còn ở mức dài hạn là chưa nhiều [46].

** Về lãi suất trái phiếu*

Lãi suất TPDN về cơ bản đều cao hơn lãi suất đấu thầu TPCP và lãi suất cho vay của các NHTM. Tất cả các trái phiếu đều trả sau, với lãi suất cố định

trả lãi hàng năm. Riêng TCT Sông Đà, TCT Điện Lực Việt Nam, Công ty Cổ phần Vincom, CTCP Hoàng Anh Gia Lai phát hành trái phiếu có lãi suất thả nổi, được điều chỉnh căn cứ vào lãi suất TPCP hoặc lãi suất trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng.

Lãi suất phát hành của TPDN so với lãi suất trái phiếu phát hành TPCP cùng kỳ hạn, có xu hướng biến động cùng chiều. Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu Chính Phủ và lãi suất doanh nghiệp khoảng 2,5% đến 3%, đã phản ánh mức chênh lệch rủi ro của hai trái phiếu này. Lãi suất chuẩn Bloomberg là lãi suất trái phiếu Chính Phủ Việt Nam được Bloomberg tính toán dựa trên cơ sở ước lượng.

Bảng 2.6. Lãi suất phát hành TPDN và trái phiếu Chính Phủ

Đơn vị (%)

Kỳ hạn	2 năm	3 năm	5 năm	7 năm	10 năm	15 năm
Lãi suất TPCP trúng thầu gần nhất	7,3	7,67	7,9	8,2	8,7	8,85
Lãi suất chuẩn BloomBerg	7,475	7,679	7,921	8,217	8,461	8,792
Lãi suất TPDN	9,6	8,5 – 9,3	9,6 -10	NA	9,7	9,6 – 10.5

(Nguồn: www.ssi.com.vn và tính toán của TS.Trần Thị Thanh Tú – VDF)

Trên thực tế, lãi suất của TPDN cũng còn tùy thuộc vào thời điểm phát hành và kỳ hạn của từng loại trái phiếu, mà mức chênh lệch này có lúc chưa thực sự phản ánh được rủi ro [31], [46]. Ví dụ, năm 2005, khi Vinashin phát hành trái phiếu, kỳ hạn 5 năm, lúc đó, lãi suất trái phiếu Chính Phủ cùng kỳ hạn là 8,5%, nhưng lãi suất trái phiếu của Vinashin không được cao hơn lãi suất trái phiếu Chính Phủ (8,4%/năm). Để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu, Vinashin đã thay đổi hình thức trả lãi thành trả lãi trước, dẫn đến lãi suất thực của trái phiếu xấp xỉ 8,9%. Hoặc vào cuối năm 2008 do lạm phát tăng cao, lãi suất TPCP phát hành thời hạn 2 và 3 năm là 8,5% - 9,5% cũng không thể huy động được, để đảm bảo thu hút thành công CTCP Hoàng Anh Gia Lai đã phát hành trái phiếu cùng kỳ hạn với lãi suất 12,25% - 12,75%. Đây là lãi suất thả nổi được điều chỉnh 6 tháng 1 lần, xác định bằng 150% lãi suất cơ bản của VND/năm do NHNN công bố.

Bảng 2.7. Trái phiếu TPDN phát hành từ năm 2006 - 2008

STT	Tổ chức phát hành	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Thời hạn (năm)	Lãi suất (%/năm)	Năm phát hành
I	Trái phiếu đang niêm yết tại SGDCK				
1	NH Đầu tư và Phát triển TPHCM	2.205	10-15	9,8-10,2	2006
2	Tập đoàn Điện Lực VN	6.000	5	9,6	2006
3	TCT Tài Chính Dầu khí VN	365	5	9,5	2006
II	Trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết				
1	TCT Sông Đà	260	10	5	2006
2	NHTM Á châu	-			
	- TP chuyển đổi	550	5	8	2006
	- TP thông thường	2.200	5	8,6	2007
3	Công ty Chứng khoán SG (SSI)	500	16-24tháng	9,8-10,2	2006
4	NHNN và PT VN	3.000	10-15	9,8-10,2	2006
5	NH PT Nhà ĐBS Cửu Long	150	2	9,2	2006
6	TCT Lắp Máy VN Lilama	500	5	9,6	2007
		1.000	10	9,2	2007
		500	5	8,8	2007
7	TCT Thép VN	400	5	9,5	2007
		500	5	10	2007
8	NHTM Sài Gòn	1.400	13tháng	8,5	2007
9	NHTMCP Quân Đội	1.000	2	8	2007
		1.500	3	8,3	2007
10	TCTCP Xây Dựng VN	1.000	2	3	2007
11	TCT Tàu Thủy VN (Vinashin)	3.000	10	9	2007
12	Công ty CN Tàu Thủy Nam Triệu	300	2	9,6	2007
13	Công ty CP Đường Cao Tốc (VEC)	400	15	9	2007
		500	15	16	2008
14	TD Dệt May VN (Vinatex)	1.000	5	9	2007
15	Công ty Tín Nghĩa	1.000	5	9,2	2007
16	Công ty TM Sài Gòn Satra	1.000	5	9,2-9,6	2007
17	Cty Địa ốc SG Thương Tín (Sacomreal)	1.000	5	9,5-9,7	2007
18	Công ty CP Thực phẩm	1.000	5	9,6-10	2007
19	Cty CP ĐT Hạ Tầng Kỹ Thuật TPHCM	132	3	8	2007
20	Công ty CP Vincom	1.000	5	10,3	2007
		2.000	5	16	2008
21	Công ty CPDL và TM Vinpearl	500	3	15	2008
		500	5	16	2008
22	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	650	2	12,25	2008
		350	3	12,75	2008

(Nguồn: [31], Tổng hợp từ SGDCK TPHCM, SGDCK Hà Nội và các bài báo)

Trong năm 2009, trái phiếu doanh nghiệp có lãi suất từ 10,5-12,5%/năm. Các doanh nghiệp phát hành ngoài việc công bố lãi suất phát hành ban đầu cũng thực hiện việc thả nổi lãi suất và điều chỉnh lãi suất theo lãi suất cho vay kỳ hạn 12 tháng bình quân của bốn ngân hàng là Agribank, Vietcombank, BIDV và Vietinbank cộng lại với các biên độ khoảng trên dưới 2,5% - 3,8%/năm. Có thể thấy rằng, lãi suất của các loại trái phiếu DN này cao hơn nhiều so với lãi suất trái phiếu Chính Phủ (lãi suất của các trái phiếu NHTM cũng nằm trên dưới 10,5%/năm). Đây cũng là một trong những nguyên nhân làm cho các đợt phát hành trái phiếu Chính Phủ luôn gặp tình trạng ế ẩm.

Có thể nhận thấy rằng, hiện nay các doanh nghiệp đã bắt đầu chú trọng tới việc thực hiện huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu, tạo ra kênh huy động vốn mới song song với kênh huy động truyền thống từ các tổ chức tín dụng. Việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp nhìn chung, đều là phát hành riêng lẻ. Tuy vậy, các đợt phát hành trái đã dần chuyển từ tự phát hành sang hình thức thông qua các tổ chức tư vấn và bảo lãnh phát hành có uy tín trong nước và quốc tế. Mặc dù vậy, đây vẫn chỉ là sân chơi của doanh nghiệp lớn, của các NHTM bởi những quy định khắt khe về đối tượng được phát hành trái phiếu và vì sự tin tưởng của nhà đầu tư vào doanh nghiệp. Do vậy, tuy có sự khởi sắc nhưng trái phiếu doanh nghiệp phát hành mới chỉ là bước khởi đầu và quy mô thị trường còn nhỏ bé, theo đánh giá của các chuyên gia kinh tế thì trong thời điểm hiện nay thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam vẫn còn kém phát triển nhưng đầy tiềm năng.

2.2.2. Thực trạng giao dịch trái phiếu Việt Nam từ 2000 đến 2009

Cùng với sự hình thành và phát triển của thị trường phát hành, thị trường giao dịch trái phiếu cũng đóng một vai trò rất quan trọng trong việc tạo ra một thị trường trái phiếu hoàn hảo, bởi thị trường giao dịch sẽ giúp lưu thông và tạo tính thanh khoản cho các trái phiếu được phát hành. Việc phát triển thị trường giao dịch tạo động lực cho thị trường phát hành phát triển và ngược lại thị trường phát hành tạo ra hàng hóa, tạo cơ sở cho thị trường giao dịch phát triển.

Tháng 7/2000, TTGDCK TP.HCM chính thức đi vào hoạt động cũng là lúc thị trường giao dịch trái phiếu xuất hiện. Về cơ bản, Việt Nam đã tạo ra một thị trường giao dịch chính thức có tổ chức cho các trái phiếu bao gồm cả trái phiếu Chính Phủ. Ngoài việc bổ sung cho sự đa dạng hoá các lựa chọn đầu tư trên thị trường tài chính cho các nhà đầu tư, thị trường trái phiếu mà lúc đó chủ yếu là TPCP giúp hoàn thiện từng bước thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán non trẻ của Việt Nam.

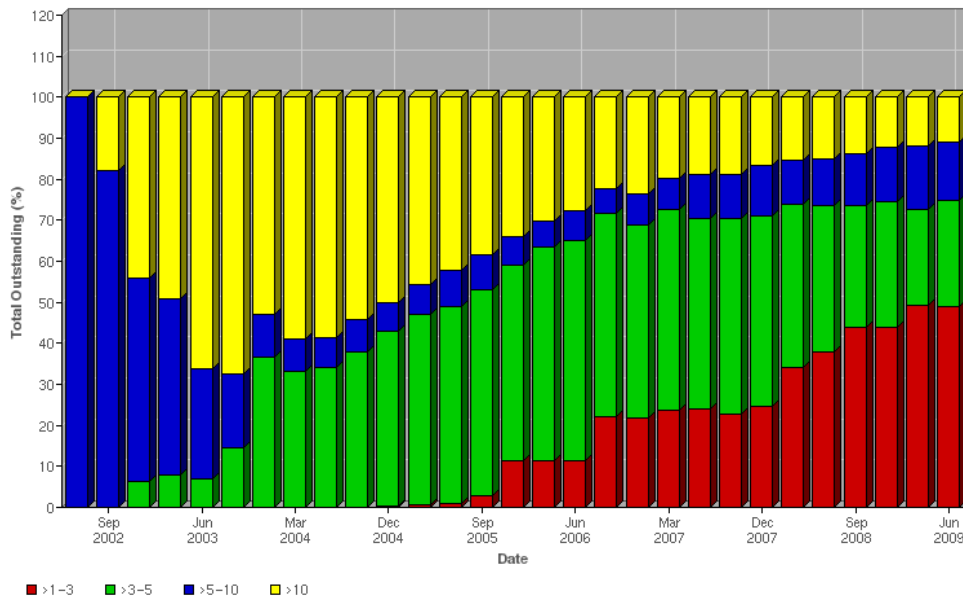
Ở hầu hết các nước trên thế giới, thị trường trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu Chính Phủ thường dành cho các nhà đầu tư có tổ chức do quy mô, giá trị phát hành lớn và giảm chi phí giao dịch trên trái phiếu do tận dụng được tính hiệu quả kinh tế theo quy mô khi thực hiện các giao dịch lớn. Trong thời gian từ năm 2000-2004, hoạt động giao dịch trái phiếu trên TTCK được thực hiện theo hai phương thức là giao dịch khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận. Tuy nhiên, qua thực tiễn khối lượng trái phiếu giao dịch khớp lệnh rất ít, phần lớn các giao dịch trái phiếu đều được thực hiện theo phương thức giao dịch thỏa thuận. Với phương thức giao dịch thỏa thuận nhà đầu tư chủ động hoàn toàn trong việc quyết định các giao dịch. Do vậy, kể từ ngày 16/08/2004, giao dịch trái phiếu chỉ còn phương thức giao dịch thỏa thuận. Và để xây dựng một thị trường trái phiếu chuyên biệt, từ ngày 02/06/2008 toàn bộ TPCP niêm yết tại SGDCK TP.HCM chuyển sang niêm yết và giao dịch tại SGDCK HN [50].

Thị trường giao dịch là thị trường sôi động vào bậc nhất ở các nước phát triển, nhưng đây lại là vấn đề mới mẻ với ở Việt Nam, khi mà thị trường chứng khoán còn đang bước đi những bước đi chập chững. Nguồn thông tin về các hoạt động giao dịch còn rất hạn chế, chủ yếu chỉ nắm được thông qua những giao dịch có tính chất chính thống, còn những giao dịch trên thị trường phi chính thức thì hoàn toàn không thể kiểm soát được.

2.2.2.1. Thực trạng giao dịch trái phiếu trên SGDCK

Hiện nay, trái phiếu niêm yết và giao dịch SGDCK ở Việt Nam hầu hết là TPCP. Trong khoảng thời gian từ 2002 – 2004 trái phiếu có kỳ hạn từ 5 trở lên

chiếm tỷ trọng rất cao, khoảng từ 47% đến 93,9%. Xu hướng này có sự thay đổi trong giai đoạn 2005 – 6/2009. Trong năm 2005 loại trái phiếu có kỳ hạn 5 năm trở xuống bắt đầu tăng lên và chiếm tỷ trọng gần 60% và đến năm 2008 là 74,64% (trong đó loại từ 1 - 3 năm là 43,78% và từ 3 – 5 năm là 30,86%) [50], [71].



(Nguồn: Asian Bonds Online)

Biểu đồ 2.7. Cơ cấu kỳ hạn TPCP Việt Nam trên thị trường niêm yết

Trong thời gian từ 2000 – 2002, TPCP là hàng hóa niêm yết chủ đạo trên Sở GDCK TP.HCM, tuy nhiên hoạt động giao dịch TPCP diễn ra rất thưa thớt. Nguyên nhân là số lượng TPCP được niêm yết trên Sở GDCK TP.HCM còn quá ít (40 loại), các nhà đầu tư có xu hướng mua và nắm giữ hơn là giao dịch trên thị trường. Do vậy, giá trị và khối lượng giao dịch TPCP không đáng kể.

Vào thời gian này, Sở GDCK TP.HCM áp dụng cả hai phương thức giao dịch là khớp lệnh và thỏa thuận đối với giao dịch trái phiếu và áp dụng biên độ dao động giá trái phiếu [5]. Tuy nhiên vì số lượng TPCP niêm yết quá hạn chế nên các biện pháp điều chỉnh biên độ dao động giá và sự linh hoạt sử dụng cả hai phương thức giao dịch chưa mang lại kết quả mong muốn, giá trị giao dịch bình quân trong giai đoạn này rất thấp, thậm chí năm 2000 giá trị giao dịch/ giá trị niêm yết gần bằng 0%, đến năm 2001 là 2,13% và năm 2002 cũng tương tự như năm 2001 là 2,77% [63].

Sang năm 2003, do số lượng TPCP được niêm yết tăng gấp đôi giai đoạn 2000-2002 với 100 trái phiếu niêm yết và áp dụng các quy định nhằm thúc đẩy giao dịch trái phiếu nói chung và giao dịch TPCP nói riêng như: không giới hạn tỷ lệ nắm giữ đối với trái phiếu của các tổ chức, cá nhân; bỏ biên độ dao động giá cũng tác động làm tăng mạnh cả về giá trị và khối lượng TPCP được giao dịch. Về giá trị giao dịch, giá trị giao dịch khớp lệnh trái phiếu trong năm 2003 đạt gần gấp đôi và giá trị giao dịch thỏa thuận đạt 21 lần năm 2002 đạt hơn 2 nghìn tỷ đồng, giá trị giao dịch so với giá trị niêm yết tăng so với năm 2002, đạt 21,43% [5], [42].

Bảng 2.8. Biên độ dao động giá trái phiếu

Thời gian áp dụng	Biên độ giá trái phiếu
28/07/2000- 13/06/2001	+/- 1,5%
13/06/2001- 10/10/2001	+/- 7%
10/10/2001- 01/01/2003	+/- 1,5%
01/01/2003- đến nay	không áp dụng biên độ

(Nguồn: UBCKNN)

Từ 2003 trở đi giá trị giao dịch TPCP tăng mạnh so với giá trị niêm yết TPCP trên thị trường, từ 21,43% năm 2003, năm 2004 là 81,51%. Điều này cho thấy tốc độ luân chuyển của trái phiếu đã có cải thiện đáng kể qua từng năm.

Bảng 2.9. Tình hình giao dịch trái phiếu tại SGDCK TP.HCM từ 2000 đến 2004

Năm	Giao dịch khớp lệnh				Giao dịch thỏa thuận		Tổng cộng	
	Số phiên giao dịch	KLGD	Bình quân phiên	GTGD (tr.đ)	KLGD	GTGD (tr.đ)	KLGD	GTGD (tr.đ)
2000	66	390	6	39,21	0	0.00	390	39,21
2001	151	0,040	20	306,02	559.000	57.842,30	562.040	58.148,32
2002	236	4.730	20	449,08	1.205.820	113.536,62	1.210.550	113.985,70
2003	247	8.720	35	873,99	24.730.820	2.463.312,05	24.739.540	2.464.186,04
2004	250	24.140	97	2.497,72	168.294.128	17.544.356,60	168.318.268	17.546.854,31
Cộng								20.183.213.58

(Nguồn: SGDCK TP.HCM)

Thực hiện việc từng bước chuẩn hóa và tiến tới xây dựng một thị trường trái phiếu chuyên biệt, bắt đầu từ năm 2005, SGDCK Hà Nội tiến hành tổ chức đấu thầu và niêm yết các loại trái phiếu (hầu hết là TPCP). Tính đến hết năm 31/05/2008 trên SGDCK Hà Nội có 184 loại TPCP được niêm yết với khối lượng niêm yết là 922.750.000 trái phiếu và giá trị niêm yết là gần 923 nghìn tỷ đồng. Tất cả các trái phiếu này đều được đấu thầu hoặc qua bảo lãnh phát hành.

Ngày 2/6/2008, triển khai đề án xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu Chính Phủ chuyên biệt, toàn bộ TPCP có thời gian đến hạn là 6 tháng trở lên đã được tập trung niêm yết và giao dịch tại HNX. Đây cũng chính là giai đoạn thị trường tài chính thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng gặp nhiều khó khăn, mặc dù vậy, giá trị giao dịch trái phiếu cũng đạt được những thành công nhất định. Giá trị niêm yết và giá trị giao dịch đạt mức cao nhất từ trước đến nay. Tỷ lệ giao dịch trái phiếu năm 2008 luôn chiếm ưu thế so với cổ phiếu (khối lượng giao dịch là 57,01% TP và 42,99% CP; giá trị giao dịch là 79,67% TP và 20,33% CP tăng so với năm 2007 - KL:55,15% TP/44,85% và GT: 55% TP và 45% CP). Tính đến 31/12/2008 số lượng trái phiếu niêm yết trên SGD CK Hà nội là 493 loại trái phiếu, trong đó, TPCP (không kể TPCQĐP) chiếm khoảng 85% với giá trị niêm yết là trên 164 nghìn tỷ đồng [51]. Hiện tại 2 phương thức giao dịch trên SGDCKHN là: giao dịch thoả thuận và giao dịch báo giá. Trên thực tế, hầu như các giao dịch trái phiếu qua hệ thống giao dịch của SGDCK được thực hiện theo phương thức giao dịch thoả thuận. Chỉ có 60 triệu đồng được thực hiện theo phương thức báo giá. Với phương thức giao dịch thoả thuận, nhà đầu tư hoàn toàn chủ động trong việc quyết định thực hiện các giao dịch [20], [42].

Như đã đề cập ở trên, với tình hình kinh tế thế giới và Việt Nam năm 2008 có những biến động như: lạm phát tăng cao, thị trường tiền tệ biến động mạnh, lãi suất tăng nóng..., trái phiếu chịu ảnh hưởng rất nhiều từ các yếu tố thuộc về môi trường vĩ mô, trực tiếp là lãi suất, do vậy cuộc chạy đua lãi suất giữa các ngân hàng thương mại hồi tháng 5 và tháng 6/2008 đã tác động không nhỏ tới xu hướng giao dịch của loại công cụ tài chính này. Từ tháng 1 đến cuối tháng 4, tình hình kinh tế bắt đầu có dấu hiệu không ổn định, lợi suất trái phiếu có thời gian từ 1 đến 5 năm ở

khoảng 7,2% -8%. Đây là giai đoạn mà nhà đầu tư trong nước không mặn mà tham gia thị trường thì nhà đầu tư nước ngoài lại mua rông trái phiếu. Từ cuối tháng 4 đến đầu tháng 10: đây chính là thời gian nền kinh tế Việt Nam bộc lộ các dấu hiệu mất ổn định như: lạm phát tăng cao, biến động tỷ giá phức tạp, thâm hụt cán cân thương mại lớn... Lợi suất trên thị trường giao dịch ở khoảng 21 – 25%, thậm chí có khi lên tới 30% đối với loại trái phiếu có thời hạn từ 5 năm trở lên. Có thể nói là giai đoạn hưng thịnh của thị trường giao dịch trái phiếu và xu thế ở đây lại ngược lại với giai đoạn trước: Nhà đầu tư nước ngoài đẩy mạnh bán ra còn các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là các ngân hàng thương mại lại tiến hành mua vào. Giai đoạn từ tháng 10 đến hết quý I/2009 là giai đoạn mà khủng hoảng tài chính “có mặt” khắp nơi, cộng thêm tác động của chính sách nới lỏng tiền tệ và sự giảm mạnh của lãi suất phát hành trái phiếu xuống còn khoảng 8%/năm đã làm cho lợi suất của thị trường trái phiếu giảm mạnh còn ở mức 13 – 18% vào cuối năm 2008 và chỉ còn 8 – 9% vào cuối quý I/2009. Tuy nhiên đây vẫn là món hàng được các nhà đầu tư trong nước quan tâm trong khi các nhà đầu tư nước ngoài vẫn liên tục bán rông [68]. Từ quý II/2009, do Chính Phủ một lần nữa có động thái thắt chặt tiền tệ, ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát đã làm cho lợi suất trái phiếu Chính Phủ có xu hướng tăng lên 11,5 – 12,5%/năm. Mặc dù vậy, tính thanh khoản của thị trường rất thấp và các nhà đầu tư chỉ tập trung giao dịch đối với các loại trái phiếu 1, 2 và 3 năm.



Nguồn: HSBC

Biểu đồ 2.8. Đường cong lợi suất trái phiếu kỳ hạn 1, 2 và 5 năm (Năm 2008)

Năm 2009, mặc dù những tháng cuối năm các nhà đầu tư nước ngoài tiến hành mua ròng trái phiếu trên HNX cũng đã ít nhiều có tác động tích cực tới thị trường. Tuy nhiên do tác động khủng hoảng kinh tế thế giới diễn ra đã làm cho tất cả các nhà đầu tư đều không mặn mà với hoạt động giao dịch trái phiếu.

Bảng 2.10. Tình hình giao dịch trái phiếu trên HNX năm 2009

Tháng	Khối lượng giao dịch outright	Giá trị giao dịch outright	KLGD repos (trái phiếu)	GTGD repos (triệu đồng)
	Tổng (trái phiếu)	Tổng (triệu đồng)		
1	121.260.000	13.334.716		
2	110.412.220	11.699.000		
3	191.042.270	19.436.938		
4	81.440.200	8.369.090		
5	63.197.500	6.747.744		
6	46.216.080	4.757.482		
7	53.281.000	5.684.785		
8	63.470.500	6.734.881		
9	34.506,660	3.577.728		
10	27.513.610	2.798.931	1.000.000	106.514
11	45.548.500	4.741.291		
12	27.379.400	2.784.858	15.400.000	668.229
TC	865.267.940	90.667.444	16.400.000	774.743

(Nguồn: SGDCK HN)

Qua bảng trên ta thấy, giá trị giao dịch năm 2009 thấp hơn rất nhiều so với 2008. Xu hướng giao dịch giảm rõ rệt từ tháng 6/2009 (6 tháng đầu năm giá trị giao dịch chiếm trên 70% tổng giá trị năm 2009). Tuy không thực sự sôi động, nhưng trong năm 2009, thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng cũng đã đón nhận một sự kiện quan trọng. Ngày 24/9/2009, Hệ thống giao dịch trái phiếu Chính Phủ chuyên biệt chính thức đi vào hoạt động,

trong đó, ngoài các công ty chứng khoán là thành viên thông thường (được thực hiện nghiệp vụ tự doanh và môi giới), còn có các ngân hàng thương mại được trực tiếp giao dịch qua hệ thống này nhưng chỉ được thực hiện nghiệp vụ tự doanh với tư cách là những thành viên đặc biệt [67].

Hệ thống giao dịch trái phiếu Chính Phủ chuyên biệt gồm hệ thống giao dịch đáp ứng cho mục đích giao dịch thứ cấp và hệ thống thông tin tạo cơ sở dữ liệu cung cấp cho các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, hệ thống có chức năng cơ bản phục vụ cho công tác định giá trái phiếu như lịch hệ thống giao dịch trái phiếu, lịch trả lãi trái phiếu và thông tin cơ bản trái phiếu. Trên cơ sở đó, hệ thống tính giá trái phiếu (theo ngày thanh toán) bao gồm giá chưa bao gồm lãi suất coupon (giá yết) và lãi coupon tích gộp (đến ngày thanh toán trái phiếu).

Khác với hệ thống giao dịch cũ do sử dụng chung với hệ thống giao dịch cổ phiếu nên sử dụng phương thức báo giá, trong khi thông lệ chung trên thế giới là báo “lợi suất” [62]. Hệ thống giao dịch mới sẽ giải quyết triệt để vấn đề này bằng việc thông báo đồng thời cả giá và lợi suất tương ứng với mỗi lệnh đặt giao dịch. Đồng thời, hệ thống giao dịch cũng sẽ mới tách biệt hai loại giao dịch trái phiếu là giao dịch mua đứt bán đoạn (giao dịch Outright) và giao dịch mua bán lại (giao dịch repo) với chu kỳ thanh toán đều là T+1. Sở dĩ cần có sự tách biệt này là do nhu cầu trao đổi vốn ngắn hạn là các ngân hàng là rất lớn (hiện chiếm đến 70 - 80% thị phần giao dịch). Với cả hai loại giao dịch Outright và giao dịch Repos, các đối tượng tham gia trên thị trường có thể lựa chọn giao dịch theo hai phương thức: phương thức điện tử (chào lệnh chờ đối tác) và phương thức báo cáo giao dịch (chào lệnh đã có sẵn đối tác và thỏa thuận trước, chỉ cần báo cáo vào hệ thống để thực hiện thanh toán bù trừ). Việc tách biệt này sẽ làm cho việc xác định lợi suất sẽ không bị “nhiều” thông tin vì khi có thông tin rõ ràng về giao dịch mua đứt bán đoạn mới có thể làm tiền đề để chuẩn hóa lợi suất trái phiếu theo cấu trúc kỳ hạn trái phiếu, là cơ sở để xây dựng và phát triển đường cong lãi suất. Đó là tiền đề cho sự cải tiến chính sách lãi suất và đấu thầu trái phiếu Chính Phủ cũng như thay đổi phương thức vận hành chính sách vĩ mô của Chính Phủ [68] .

Bảng 2.11. Thị trường trái phiếu niêm yết trên HNX từ 24/9/2009 đến 31/12/2009

STT	Chỉ tiêu	Đơn vị	Số lượng
A. Qui mô niêm yết			
1	Khối lượng trái phiếu niêm yết	Trái phiếu	1.595.455.000
2	Giá trị trái phiếu niêm yết	Triệu đồng	159.545.500
3	Tổng số lượng trái phiếu niêm yết	Trái phiếu	500
4	Số lượng trái phiếu Chính Phủ	Trái phiếu	477
5	Số lượng trái phiếu CQĐP	Trái phiếu	8
6	Số lượng trái phiếu Chính Phủ bảo lãnh	Trái phiếu	15
B. Qui mô giao dịch trái phiếu			
1	Tổng số phiên giao dịch	Phiên	71
2	Khối lượng giao dịch trái phiếu	Trái phiếu	123.941.510
3	Giá trị giao dịch trái phiếu	Triệu đồng	11.843.739
4	Khối lượng giao dịch trái phiếu bình quân	TP/phiên	1.745.655
5	Giá trị giao dịch trái phiếu bình quân	Tr.đồng/phiên	166.813

(Nguồn: SGDCK HN)

Để hệ thống giao dịch TPCP đi vào hoạt động là cả một quá trình dài trong suốt 9 năm hình thành và phát triển. Dưới đây là một số cột mốc quan trọng để có được một thị trường trái phiếu chuyên biệt ra đời do InfoTV tổng hợp lại:

Tháng 8/2000: TPCP được đưa vào giao dịch trên Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM, nay là HOSE. Đây là sự kiện đầu tiên đánh dấu việc TPCP được giao dịch trên thị trường chứng khoán và được coi như một loại hàng hóa trên thị trường chứng khoán.

Tháng 11/2003: Chính Phủ ban hành Nghị định 141/2003/NĐ-CP về việc phát hành trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương bằng đồng Việt Nam và ngoại tệ trong phạm vi cả nước.

Tháng 8/2005: TPCP được đưa vào giao dịch trên Trung tâm GDCK Hà Nội.

Tháng 6/2006: Quyết định số 2276/QĐ-BTC về tập trung đấu thầu TPCP tại Trung tâm GDCK Hà Nội.

Tháng 6/2006: Quyết định 46/2006/QĐ-BTC ban hành Quy chế về việc phát hành trái phiếu Chính Phủ theo lô lớn.

Tháng 1/2008: Quyết định 86/2008/QĐ-BTC phê duyệt đề án xây dựng thị trường TPCP chuyên biệt.

Tháng 5/2008: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quyết định chuyển trái phiếu Chính Phủ từ sàn Tp.HCM sang niêm yết tại sàn Hà Nội.

Tháng 7/2008: Quyết định Số 46/2008/QĐ-BTC ban hành Quy chế quản lý giao dịch TPCP tại Trung tâm GDCK Hà Nội.

Tháng 9/2009: Hệ thống giao dịch trái phiếu Chính Phủ chuyên biệt chính thức được Sở GDCK Hà Nội (HNX) đưa vào vận hành và ra mắt vào ngày 24/09/2009 tới với mục tiêu phát huy tối đa tầm quan trọng của kênh huy động vốn này đối với nền kinh tế.

Việc mở ra một mô hình và hệ thống giao dịch TPCP mới, hiện đại, đáp ứng các yêu cầu đặc thù của giao dịch TPCP, phù hợp với định hướng phát triển TTCK Việt Nam và các thông lệ quốc tế. Sự ra đời thị trường TPCP chuyên biệt góp phần tạo ra sự phát triển cho thị trường TPCP, từ đó, sẽ là nền tảng cơ bản cho sự phát triển của thị trường trái phiếu khác thông qua việc cung cấp cơ sở định giá chuẩn tin cậy cho các công cụ khác nhờ vậy thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính nói chung. Mặt khác, thị trường TPCP còn giúp tăng cường sự độc lập trong điều hành chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương thông qua mua bán TPCP, tác động trực tiếp đến lượng cung tiền và các biến số kinh tế vĩ mô.

Bảng 2.12. Giá trị giao dịch trái phiếu năm 2000 – 2009

Năm	Giá trị niêm yết (triệu đồng)	Giá trị giao dịch (triệu đồng)	GTDD/GTNY (%)	GTDD/phiên (triệu đồng)
2000	1.100.000	39,2	0,004	0
2001	2.731.633	58.148	2,13	276
2002	4.113.633	113.985	2,77	540
2003	11.496.633	2.464.186	21,43	11.679
2004	21.528.333	17.546.854	81,51	83.160
2005	34.610.333	21.014.853	60,72	99.596
2006	47.245.700	42.044.492	88,90	119.263
2007	68.675.599	77.521.337	112,90	367.400
2008	164.259.299	189.108.407	115,10	896.248
2009	159.545.500	90.667.447	56,83	300.000

(Nguồn: Ủy Ban chứng khoán Nhà nước và SGDCK HN)

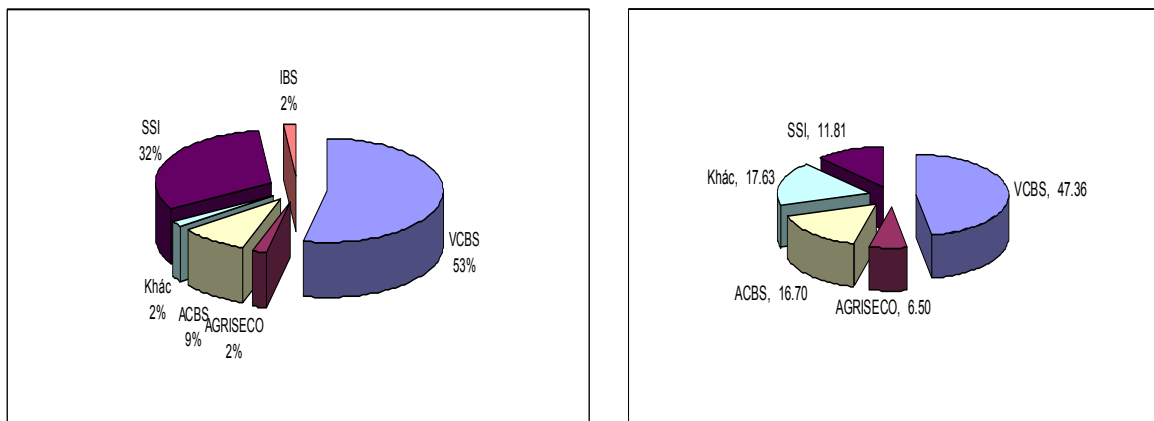
2.2.2.2. Thực trạng giao dịch trái phiếu doanh nghiệp

Ngoại trừ trái phiếu của Tập đoàn điện lực Việt Nam và Tổng công ty Tài chính Dầu khí Việt Nam đang được giao dịch tại SGDCK Hà Nội và trái phiếu của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển TPHCM đang được niêm yết giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, các trái phiếu doanh nghiệp còn lại đang được giao dịch tại thị trường tự do, do vậy, tính thanh khoản rất kém và thông tin giao dịch hạn chế. Việc thị trường giao dịch chưa phát triển và gần như mới dừng lại ở các giao dịch sơ cấp, chưa có các giao thứ cấp là do một số nguyên nhân sau: (i) Trái phiếu doanh nghiệp chưa có thị trường giao dịch tập trung dẫn tới việc các nhà đầu tư gặp khó khăn trong việc chuyển nhượng khi cần thiết cũng như việc cập nhật thông tin; (ii) Tính minh bạch thông tin của các doanh nghiệp trong các hồ sơ phát hành chưa cao đặc biệt là các thông tin về tài chính. Điều này dẫn tới việc rủi ro cho các nhà đầu tư khi tham gia mua trái phiếu doanh nghiệp dài hạn. Thêm vào đó là thiếu các tổ chức định mức tín nhiệm uy tín để đánh giá một cách chính xác năng lực của các doanh nghiệp cũng đã tạo ra sự rủi ro rất lớn cũng như quyết định của các nhà đầu tư; (iii) Các nhà đầu tư tổ chức như ngân hàng, các công ty bảo hiểm hay các doanh nghiệp lớn... nắm giữ trái phiếu nhằm mục đích quản lý tính thanh khoản chứ không phải nhằm mục đích lợi nhuận. Do vậy, họ ưa thích nắm giữ trái phiếu Chính Phủ hơn là các trái phiếu doanh nghiệp. Chính vì thế, các giao dịch thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp rất ít, mà chủ yếu là giao dịch trái phiếu Chính Phủ. Đặc biệt, đối với các trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết chính thức trên sàn thì các nhà đầu tư nắm giữ cho đến ngày mãn hạn.

Có thể kết luận rằng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp hiện nay chưa phát triển. Hầu hết các nhà đầu tư trái phiếu coi đó như là một khoản tiết kiệm nên thường nắm giữ cho đến khi đáo hạn. Do đó, hàng hoá trên thị trường thứ cấp rất khan hiếm làm cho thanh khoản TPDN thấp dẫn tới thị trường trái phiếu thứ cấp kém phát triển, kém hấp dẫn nhà đầu tư nên tạo tâm lý e ngại cho doanh nghiệp khi cân nhắc lựa chọn phương thức tài trợ vốn nợ.

2.2.3. Hoạt động giao dịch trái phiếu của các trung gian tài chính

Không như thị trường cổ phiếu, thị trường kinh doanh trái phiếu không dành cho những nhà đầu tư cá nhân mà là “sân chơi” cho các tổ chức tài chính [37]. Hiện nay có trên 90 ngân hàng cùng nhiều công ty chứng khoán, doanh nghiệp bảo hiểm, các quản lý quỹ và các quỹ đầu tư chứng khoán nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam (các ngân hàng với vai trò là người đầu tư chiếm tỷ lệ sở hữu trên 50% với kỳ hạn trái phiếu nắm giữ đến 5 năm, nhưng họ chủ yếu nắm giữ cho đến lúc đáo hạn; ngành bảo hiểm thì có khoảng 4 - 5 tổ chức tham gia với trái phiếu thời hạn khoảng 10 - 15 năm, còn các công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán chưa mấy mặn mà và chủ yếu nhắm đến trái phiếu có kỳ hạn ngắn). Mặc dù trong năm 2007, 2008 việc tham gia thị trường giao dịch trái phiếu của các nhà đầu tư có những dấu hiệu khởi sắc, nhưng cũng chỉ mới là với các công ty chứng khoán, các NHTM còn nhìn chung nhiều trung gian tài chính khác như công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, công ty tài chính... còn chưa thực sự tham gia tích cực vào thị trường trái phiếu. Thị phần giao dịch trái phiếu chủ yếu do một số công ty chứng khoán thuộc các ngân hàng thương mại lớn ở Việt Nam và có một bộ phận chuyên doanh trái phiếu với các quy mô khác nhau (Hình 2) thực hiện đó là: CTCK Ngân hàng Nông nghiệp (AGRISECO); CTCK Ngân hàng Công thương (IBS); CTCK Ngân hàng Ngoại thương (VCBS); CTCK Ngân hàng Á Châu (ACBS); CTCK Chứng khoán Sài Gòn (SSI) [44].



(Nguồn: SGDCCK HN)

Biểu đồ 2.9. Thị phần giao dịch trái phiếu trên HNX năm 2007 và 2008

Bên cạnh sự tham gia của các trung gian tài chính trong nước, thị trường trái phiếu Việt Nam đang dần thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài. Nếu như từ năm 2002 trở về trước nhà đầu tư nước ngoài chưa từng tham gia giao dịch trên thị trường giao dịch trái phiếu nhưng bắt đầu từ năm 2003 đến nay, nhà đầu tư nước ngoài đã tham gia khá nhiều giao dịch trái phiếu (phần lớn là giao dịch thoả thuận). Việc các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường (đặc biệt là trái phiếu Chính Phủ) sẽ cho phép nâng cao khả năng thanh khoản của các trái phiếu trên thị trường cũng như tiến tới việc hội nhập thị trường trái phiếu trong khu vực theo Sáng kiến thị trường trái phiếu Châu á (ABMI) đã được Hội nghị Bộ trưởng Bộ Tài chính ASEAN+3 phê chuẩn tháng 8/2003 tại Manila, Phillipines (trong cuộc họp mới đây nhất Chính Phủ Việt Nam đã cam kết đóng góp 1 tỷ USD để cùng xây dựng thị trường trái phiếu Châu Á).

Sự xuất hiện của những nhà đầu tư nước ngoài tại thị trường trái phiếu Việt Nam đã góp phần lớn vào việc thu hút các nguồn vốn đầu tư nước ngoài, cũng như nâng cao tính thanh khoản cho thị trường. Hiện tại ở Việt Nam, nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trái phiếu Việt Nam bao gồm những tập đoàn ngân hàng toàn cầu như Citigroup, Deutsche Bank, HSBC... đây là những tổ chức rất mạnh và chuyên nghiệp trong lĩnh vực kinh doanh trái phiếu; Các quỹ nước ngoài chuyên đầu tư cổ phiếu và một phần trái phiếu như Dragon Capital, VinaCapital, Vietnam Holding. Bên cạnh đó, các quỹ hưu trí nước ngoài, các quỹ tài chính của các trường học, các tổ chức từ thiện... cũng tham gia vào thị trường trái phiếu Việt Nam.

Nguồn tiền chủ yếu để đầu tư trái phiếu từ các nhà đầu tư nước ngoài là từ các tổ chức chuyên kinh doanh trái phiếu. Đối với các ngân hàng đầu tư hay ngân hàng thương mại nước ngoài, thông lệ là bộ phận kinh doanh trái phiếu là riêng biệt. Các quỹ nước ngoài chuyên đầu tư cổ phiếu như Dragon Capital, VinaCapital, Vietnam Holding... chỉ dành một phần tiền của quỹ để đầu tư vào trái phiếu. Mục đích tham gia thị trường trái phiếu thường chỉ để phân tán bớt rủi ro, hoặc là đầu tư ngắn hạn khi nhận thấy xu hướng lãi suất trái phiếu sẽ tăng trong ngắn hạn.... Riêng

các quỹ hưu trí nước ngoài, các quỹ tài chính của các trường học, tổ chức tôn giáo, các tổ chức từ thiện... cũng tham gia vào thị trường trái phiếu Việt Nam. Những tổ chức này có thể có mã số giao dịch riêng hoặc đầu tư uỷ thác qua các định chế tài chính lớn. Tuy nhiên thông thường khi những tổ chức này muốn mua bán trái phiếu thì đều cần thông qua các định chế tài chính lớn [51]....

2.2.4. Thực trạng hoạt động của Trung tâm Lưu ký chứng khoán

Trung tâm Lưu ký chứng khoán được thành lập theo Quyết định số 189/2005/QĐ-TTg ngày 27/7/2005 của Thủ tướng Chính Phủ. Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLKCK) được tổ chức theo mô hình là đơn vị sự nghiệp có thu trực thuộc Ủy ban Chứng khoán, Bộ Tài chính, có tư cách pháp nhân, con dấu và tài khoản riêng; kinh phí hoạt động của TTLKCK do ngân sách Nhà nước cấp. Tuy nhiên để phù hợp với các quy định của Luật Chứng khoán và thông lệ quốc tế. Thực hiện Quyết định số 171/2008/QĐ-TTg ngày 18/12/2008 của Thủ tướng Chính phủ, ngày 29/7/2009 Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam được thành lập trên cơ sở chuyển đổi, tổ chức lại TTLK và hoạt động theo mô hình công ty TNHH một thành viên thuộc sở hữu của Nhà nước với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng, có tư cách pháp nhân, có con dấu riêng, được mở tài khoản, trụ sở chính tại Hà Nội, chi nhánh tại TP.Hồ Chí Minh. Trung tâm Lưu ký Chứng khoán có chức năng tổ chức thực hiện đăng ký, lưu ký, bù trừ, thanh toán chứng khoán trong đó có trái phiếu và cung cấp các dịch vụ hỗ trợ hoàn tất giao dịch chứng khoán cho các chứng khoán niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán, Trung tâm giao dịch chứng khoán và chứng khoán của công ty đại chúng chưa niêm yết theo quy định pháp luật. Việc chuyển đổi mô hình của TTLK tạo sự chủ động lớn hơn trong việc phát triển nguồn nhân lực, đầu tư hạ tầng kỹ thuật, và hướng đến mục tiêu xây dựng một Trung tâm Lưu ký Chứng khoán chuyên nghiệp, khẳng định vai trò quan trọng không thể thiếu trong việc đảm bảo sự vận hành an toàn và thông suốt cho thị trường chứng khoán [69]. Thành viên của TTLK bao gồm thành viên lưu ký và thành viên mở tài khoản trực tiếp. Các thành viên lưu ký là các CTCK và các ngân hàng lưu ký, thực hiện việc mở tài khoản tại TTLK để lưu ký, thanh toán các giao dịch trái phiếu cho khách

hàng và cho chính mình. Tính đến tháng 6/2009 đã có 99 CTCK trong nước, 2 NHTM trong nước, 6 chi nhánh NH nước ngoài và SGD NHNN là thành viên của TTLK. Thành viên mở tài khoản trực tiếp bao gồm NHNN, KBNN, Tổng công ty quản lý vốn Nhà nước, các tổ chức tín dụng, bảo hiểm tham gia thị trường trái phiếu do SGDCK tổ chức, TTLK các nước và các tổ chức khác theo quy định [14]. Có thể thấy rằng hoạt động của TTLKCK đã tạo điều kiện hỗ trợ cho hoạt động giao dịch của của các SGDCK, góp phần giảm chi phí, nâng cao năng lực của thị trường nhờ có ưu thế về quy mô và tính chuyên nghiệp.

2.2.5. Hoạt động của Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam

Ngày 14/8/2009, Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA) đã chính thức được thành lập. Tiền thân của Hiệp hội là Diễn đàn thị trường trái phiếu Việt Nam ra đời năm 2006. Hiệp hội hoạt động với các chức năng của một hiệp hội thị trường trái phiếu chuyên nghiệp và là một cộng đồng chuyên nghiệp với tiêu chuẩn cao trên thị trường trái phiếu Việt Nam. Các thành viên sáng lập đã tích cực tạo lập hiệp hội, tiêu biểu BIDV; Vietcombank; Vietinbank; ACB; Techcombank; Công ty tài chính bưu điện, Công ty quản lý quỹ Bảo Việt, Công ty chứng khoán Habubank, Công ty Chứng khoán Sài Gòn và một số chuyên gia trong lĩnh vực luật, tài chính ngân hàng. Mục đích hoạt động của VBMA là thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu và các công cụ nợ khác tại Việt Nam; đại diện bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của Hội viên và thúc đẩy sự hợp tác giữa các Hội viên vì sự phát triển của Thị trường trái phiếu trong khuôn khổ pháp luật Việt Nam. Hiệp hội ban đầu có 58 thành viên tham gia, trong đó, 34 hội viên chính thức là các ngân hàng, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, công ty tài chính trong nước và 24 hội viên liên kết là các tổ chức tài chính 100% vốn nước ngoài hoặc liên doanh hoạt động tại Việt Nam [67]

Hoạt động của Hiệp hội nhằm các mục tiêu từng bước chuẩn hóa tập quán thương mại và thông lệ thị trường đối với các giao dịch trái phiếu và công cụ nợ khác tại Thị trường trái phiếu Việt Nam; Nâng cao khả năng hội nhập khu vực và quốc tế của thị trường trái phiếu nói chung và các hội viên nói riêng thông qua việc khuyến khích các đối tác tham gia thị trường áp dụng các tập quán thương mại quốc

tế phù hợp với đặc điểm thị trường trái phiếu Việt Nam; Thiết lập các quy tắc ứng xử, hành nghề và đạo đức nghề nghiệp để điều chỉnh mối quan hệ giữa các đối tác trên Thị trường trái phiếu Việt Nam nhằm đảm bảo sự bình đẳng cho các thành viên tham gia thị trường; Nâng cao tính chuyên nghiệp của thị trường thông qua tổ chức các hoạt động tổng hợp, phân tích thông tin, tư vấn, đào tạo, cung cấp các dịch vụ hỗ trợ cho các Hội viên và những đối tượng có liên quan khác về giao dịch trái phiếu và công cụ nợ khác trên Thị trường trái phiếu Việt Nam; Làm diễn đàn, cầu nối để trao đổi, cập nhật thông tin, tăng cường sự hợp tác, hiểu biết lẫn nhau giữa các hội viên và giữa các hội viên với các cơ quan quản lý nhà nước cũng như với các tổ chức thị trường quốc tế liên quan. Đóng góp ý kiến phản biện và tham gia hỗ trợ các cơ quan chức năng trong việc hoàn thiện chính sách, khung pháp lý cho Thị trường trái phiếu tại Việt Nam; Cập nhật, tổng hợp, lưu trữ, xây dựng các cơ sở dữ liệu thông tin thị trường góp phần nâng cao tính minh bạch và từng bước xây dựng, hình thành nên đường cong lãi suất chuẩn của thị trường trái phiếu Việt Nam để các nhà quản lý, các chủ thể phát hành và các nhà đầu tư tham khảo trong việc hoạch định chính sách kinh doanh của mình.

Có thể nói sự ra đời của Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam sẽ là cơ sở thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu tại Việt Nam; là cơ quan đại diện bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của Hội viên, các nhà đầu tư trái phiếu và thúc đẩy sự hợp tác giữa các Hội viên tạo sự phát triển của Thị trường trái phiếu một cách bền vững trong khuôn khổ pháp luật Việt Nam.

2.2.6. Thực trạng tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam hiện nay

Thị trường trái phiếu Việt Nam thời gian qua có thể coi là khá “dễ tính” khi sẵn sàng tiếp nhận những đợt phát hành trái phiếu lớn của doanh nghiệp mà chưa được đánh giá định mức tín nhiệm một cách đúng mức. Mặc dù theo lý thuyết, các doanh nghiệp lớn sẽ có khả năng thanh toán vốn vay lớn. Tuy nhiên trên thực tế không ai có thể chắc chắn rằng sẽ không có biến động gì xảy ra. Vậy ai là người đưa ra những dự đoán, những cảnh báo cần thiết về khả năng thanh toán của nhà phát

hành khi mà thông tin tài chính, quản trị... của các doanh nghiệp này còn là một ẩn số, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp chưa niêm yết [53]. Đó chính là tổ chức định mức tín nhiệm.

Vai trò của các tổ chức định mức tín nhiệm vô cùng quan trọng là cầu nối giữa các nhà phát hành và những nhà đầu tư trái phiếu. Xếp hạng tín dụng doanh nghiệp là một trong những tiêu chí quan trọng đối với nhà tài trợ vốn, như ngân hàng hay nhà đầu tư để đưa ra quyết định có cho doanh nghiệp vay hay không? Việc được các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín đánh giá ở mức độ tốt hay xấu sẽ có ảnh hưởng rất lớn đối với việc thành công của các đợt phát hành trái phiếu kể cả Chính Phủ và doanh nghiệp. Các thông tin về uy tín của các nhà phát hành không những cung cấp trong phạm vi quốc gia mà còn có thể cả ở trong khu vực hay thế giới.

Tuy nhiên, ở Việt Nam, khái niệm định mức tín nhiệm còn rất mới mẻ. Cả nước mới chỉ có một số đơn vị hoạt động trong lĩnh vực có liên quan tới định mức tín nhiệm. Tại thị trường Việt Nam hiện có 3 tổ chức định mức tín nhiệm. Bao gồm: Công ty Thông tin tín nhiệm DN C&R. Công ty này thành lập từ năm 2004 dưới dạng một công ty tư nhân, chủ yếu cung cấp các báo cáo tín nhiệm, nhưng nghiệp vụ chủ yếu là dịch vụ cung cấp thông tin. Tuy nhiên, hiện C&R chưa cung cấp dịch vụ định mức tín nhiệm cho DN trên sàn và các loại trái phiếu; Trung tâm Thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước. Tổ chức này ra đời từ năm 1994, có chức năng lưu trữ thông tin trong lĩnh vực tín dụng và đã xếp hạng cho khoảng 8.000 DN là các khách hàng thường xuyên của các NHTM. Cách xếp hạng của tổ chức này thiên về lịch sử vay vốn chứ không phân tích chuyên sâu về khả năng cạnh tranh của các ngành, các DN và Trung tâm Đánh giá tín nhiệm Vietnamnet, ra đời với mục đích trở thành tổ chức chuyên nghiệp đầu tiên của Việt Nam trong lĩnh vực định mức tín nhiệm. Tuy nhiên, do thị trường nhỏ bé lại thiếu sự quan tâm của cơ quan chức năng, nên Trung tâm này đã tạm ngừng hoạt động.

Bên cạnh đó, các công ty kiểm toán cũng đã góp phần trong việc đa dạng hoá các dịch vụ cung cấp để đánh giá uy tín của các doanh nghiệp, song với nguồn lực còn khan hiếm như hiện nay, thị trường mục tiêu của các công ty này vẫn chỉ là cung cấp các dịch vụ kiểm toán các công ty niêm yết hay tư vấn cổ phần hoá, định giá doanh nghiệp.

Có thể nói việc chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm uy tín ở Việt Nam không chỉ ảnh hưởng đến khả năng thu hút nguồn vốn từ công chúng, mà còn cản trở dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam.

2.3. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM

2.3.1. Thành công

Mặc dù được coi là thị trường còn non trẻ và mới ở giai đoạn đầu phát triển. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu Việt Nam cũng đã đạt được những thành công đáng khích lệ, cụ thể như sau:

Một là, thị trường trái phiếu Việt Nam đã hút được một lượng vốn lớn phục vụ cho phát triển kinh tế. Điều này có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong điều kiện một nước đang phát triển như Việt Nam, khi nguồn vốn dành cho đầu tư phát triển còn gặp khó khăn. Cụ thể là:

(i) Thông qua phát hành trái phiếu, Chính Phủ đã huy động hàng trăm ngàn tỷ đồng để bù đắp thiếu hụt ngân sách, tăng khả năng của Chính Phủ trong việc chi cho đầu tư phát triển, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của đất nước, góp phần tạo điều kiện cho công tác quản lý và điều hành Ngân sách được chủ động theo kế hoạch mà Chính Phủ đã đặt ra. So với các biện pháp cân đối khác, đây là một biện pháp có nhiều ưu điểm vượt trội, chính vì vậy nguồn vốn từ phát hành trái phiếu Chính Phủ ngày càng lớn, qua đó đã hạn chế và từng bước giảm dần việc phát hành tiền hoặc vay nợ nước ngoài. Với việc thu hút lượng vốn lớn trong xã hội cho hoạt động đầu tư, từ đó làm tăng tỷ lệ tiết kiệm so với GDP, góp phần ổn định và phát triển kinh tế.

Huy động nguồn vốn trong nước được coi là biện pháp hiệu quả nhất từ trước đến nay ở bất kể quốc gia nào, so với vay từ ngoài nước thì nó không bị ràng buộc về sức ép kinh tế hay chính trị và không bị chuyển lợi nhuận ra nước ngoài; hơn nữa, vay ngoài nước luôn chứa đựng những nhân tố tiềm tàng về bất ổn định và là nguyên nhân của nhiều cuộc khủng hoảng tài chính;

(ii) Thông qua thị trường, với quyền hạn của mình, các địa phương qua phát hành TPCQDP đã huy động được một lượng vốn khá lớn, góp phần làm giảm thiểu

hụt ngân sách của địa phương cũng như sự phụ thuộc vào NSNN, góp phần tăng tính chủ động trong thực hiện chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của các địa phương;

(iii) Các doanh nghiệp Việt Nam đã bước đầu quan tâm đến huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu nhằm phục vụ cho chiến lược kinh doanh trung và dài hạn của mình, từ đó góp phần giảm áp lực và bỏ bớt thói quen vay vốn từ các NHTM cũng như từng bước hoàn thiện cơ cấu vốn.

Hai là, thị trường trái phiếu đã góp phần điều tiết lượng tiền trong lưu thông, ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát. Cùng với các hình thức huy động vốn khác, thị trường trái phiếu đã hút được một lượng lớn nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội và chuyển từ chức năng cất trữ sang tham gia đầu tư, đặc biệt đầu tư từ ngân sách sẽ tạo nên số nhân kinh tế lớn, từ đó kích thích kinh tế phát triển. Cùng với các chính sách tài chính-tiền tệ khác, công tác phát hành trái phiếu Chính Phủ trong thời gian qua cũng đã góp phần quan trọng trong kiểm soát lạm phát.

Ba là, khung pháp lý từng bước được hoàn thiện, tạo điều kiện để thị trường trái phiếu ngày càng phát triển và từng bước hội nhập với quốc tế. Việc xây dựng cơ sở pháp lý tương đối đồng bộ cho công tác huy động vốn thông qua thị trường trái phiếu, đánh dấu một bước phát triển mới rất cơ bản trong quan điểm, nhận thức về ý nghĩa và tầm quan trọng của chiến lược tạo vốn phục vụ nhu cầu và kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của đất nước.

Bốn là, thời hạn và chủng loại trái phiếu ngày càng phong phú, tạo hàng hoá để hình thành và phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ chỗ chỉ phát hành trái phiếu ngắn hạn, đến nay, trái phiếu đã có nhiều kỳ hạn khác nhau với thời gian dài hơn, phù hợp cho mục tiêu phát triển trung, dài hạn và tạo khả năng phát triển thị trường vốn. Chủng loại trái phiếu cũng đã phong phú hơn, bao gồm: Trái phiếu bằng đồng nội tệ, trái phiếu bằng đồng ngoại tệ, TP có lãi suất cố định, TP có lãi thả nổi, TP chuyển đổi; TP kèm chứng quyền. Điều này đã thu hút sự quan tâm đối với các nhà đầu tư.

Năm là, đối tượng tham gia thị trường trái phiếu đã có sự đa dạng hơn. Khi thị trường mới thành lập, Chính Phủ gần như là chủ thể duy nhất phát hành trái phiếu.

Đến nay, thị trường phát hành đã có sự góp mặt của rất nhiều đối tượng khác như Chính quyền các địa phương, các công ty cổ phần, các NHTM, NHCP, doanh nghiệp trong nước và DN có vốn đầu tư nước ngoài nhằm đa dạng hoá việc huy động các nguồn vốn thực hiện hoạt động sản xuất kinh doanh. Bên cạnh các tổ chức phát hành, các tổ chức cung cấp dịch vụ về trái phiếu được đa dạng hoá hơn, với sự tham gia của nhiều loại hình trung gian tài chính có uy tín. Nhờ các dịch vụ khá đa dạng và phong phú của các tổ chức hỗ trợ, hoạt động phát hành được thực hiện có tổ chức và quy mô lớn hơn, tạo điều kiện cho việc huy động vốn luôn đạt tỷ lệ thành công tương đối cao.

Sáu là, hình thức phát hành và giao dịch ngày càng được hoàn thiện và phát triển. Cùng với hình thức bán lẻ, trong quá trình phát triển và chuẩn hoá, Việt Nam đã thực hiện nhiều hơn các phương pháp phát hành hiện đại và có hiệu quả như: đấu thầu, bảo lãnh và đại lý phát hành. Thị trường thứ cấp trái phiếu đã được hình thành và trở thành một bộ phận của thị trường chứng khoán Việt Nam. Khối lượng trái phiếu, chủng loại trái phiếu được niêm yết tại SGDCK ngày càng nhiều, giá trị giao dịch luôn tăng qua từng năm. Hoạt động giao dịch trái phiếu có nhiều dấu hiệu tích cực, nhất là giao dịch theo cơ chế thoả thuận đã phần nào phản ánh được sự biến động của giá theo cơ chế thị trường, thông qua đó, các nhà hoạch định chính sách sẽ có đủ các thông tin để phân tích đánh giá rồi đưa ra quyết định về lãi suất trái phiếu cho phù hợp. Ngoài ra các nhà đầu tư có đầy đủ các thông tin cần thiết để xác định lợi tức đầu tư trái phiếu khi tham gia giao dịch trên thị trường thứ cấp. Thêm vào đó, việc giao dịch trái phiếu trên thị trường mở sẽ tạo điều kiện để thị trường giao dịch ngày càng phát triển và thu hút thêm nhiều thành viên tham gia vào thị trường. Việc tập trung trái phiếu Chính Phủ về SGDCK Hà Nội năm 2008 và sự ra đời của hệ thống giao dịch trái phiếu Chính Phủ chuyên biệt, là bước khởi đầu quan trọng để tạo tiền đề phát triển thị trường cho các loại trái phiếu khác.

Bảy là, việc ứng dụng công nghệ hiện đại vào thị trường thứ cấp đã làm cho các giao dịch trên thị trường ngày càng hoàn thiện hơn. Kể từ khi hoạt động từ tháng 7/2000 cho đến nay, đặc biệt là khi thị trường giao dịch trái phiếu chuyên biệt ra đời, mọi thông tin về trái phiếu đều được đưa lên bảng điện tử cũng như trang web. Điều này giúp các nhà đầu tư sẽ có đầy đủ các thông tin cần thiết

trước khi ra quyết định đầu tư, hạn chế các sai sót có thể xảy ra trong hoạt động niêm yết, giao dịch trái phiếu; rút ngắn thời gian giao dịch; đảm bảo an toàn, bí mật cho các nhà đầu tư.

Tám là, các dịch vụ hỗ trợ cho khách hàng ngày càng đa dạng và phong phú hơn. Trung tâm Lưu ký chứng khoán, cùng với các công ty chứng khoán đã cung cấp dịch vụ lưu ký, thanh toán bù trừ; đảm bảo quyền lợi cho các nhà đầu tư như trả lãi định kỳ, cầm cố trái phiếu Chính Phủ trong các quan hệ tín dụng. Trái phiếu Chính Phủ được phát hành và giao dịch dưới hình thức ghi sổ phần nào đã giảm bớt chi phí in ấn và quản lý ấn chỉ trái phiếu. Bên cạnh đó là sự ra đời của Hiệp hội kinh doanh trái phiếu cũng sẽ tạo ra sự phát triển một cách đồng bộ, vững chắc và chuyên nghiệp cho thị trường trái phiếu trong tương lai.

2.3.2. Hạn chế và nguyên nhân

2.3.2.1. Hạn chế

Mặc dù đã đạt được những kết quả trong thời gian qua, tuy nhiên thị trường trái phiếu ở Việt Nam vẫn chưa thực sự phát triển đúng với tiềm năng. Điều này được thể hiện như sau:

Một là, quy mô thị trường còn nhỏ, chưa tương xứng với tiềm năng. Mức độ ảnh hưởng của thị trường trái phiếu Chính Phủ đến các hoạt động kinh tế vĩ mô nói chung còn nhỏ. So với mức độ tài trợ vốn cho nền kinh tế từ khu vực ngân hàng (hiện nay chiếm xấp xỉ 40% GDP), mức độ tài trợ của trái phiếu Chính Phủ mặc dù đã tăng lên, song nhìn chung vẫn ở mức thấp. Ở các nước khác, mức độ tài trợ của TPCP lớn hơn nhiều: Mỹ (50%), Trung Quốc (40%), Thái Lan, Malaysia, (50 – 50%). Đối với các doanh nghiệp Việt Nam, mặc dù đã bắt đầu có sự quan tâm đối với hình thức huy động bằng trái phiếu, tuy nhiên quy mô huy động còn nhỏ, do các doanh nghiệp vẫn có thói quen với cách huy động vốn truyền thống là đi vay ngân hàng và phát hành cổ phiếu. Trái phiếu phát hành chủ yếu là của các doanh nghiệp lớn, các tập đoàn kinh tế và các NHTM. Đến nay cũng chỉ có 4 trái phiếu doanh nghiệp được niêm yết tại các SGDCK.

Hai là, trái phiếu phát hành có tính chuẩn mực thấp. Các trái phiếu, đặc biệt là TPCP, được phát hành quá nhiều đợt với các loại kỳ hạn khác nhau, khối lượng

nhỏ, lãi suất và ngày đáo hạn khác nhau, gây nhiều khó khăn cho các nhà đầu tư trong năm bất ổn biến giao dịch của từng loại trái phiếu để có các quyết định đầu tư đúng đắn. Các trái phiếu doanh nghiệp hiện tại vẫn chủ yếu phát hành thông qua hình thức bán lẻ, do vậy không đủ tiêu chuẩn để niêm yết trên thị trường tập trung.

Ba là, chưa hình thành đường cong lãi suất TPCP trên thị trường. Lãi suất trái phiếu Chính Phủ chưa thực sự trở thành chuẩn mực để các tổ chức tài chính, tín dụng tham chiếu trong hoạt động kinh doanh tiền tệ và làm khó khăn trong việc xây dựng đường cong lãi suất chuẩn thị trường do: lịch trình, kế hoạch phát hành trái phiếu còn chưa ràng; sự thiếu đa dạng về các kỳ hạn; nhiều mã trái phiếu với khối lượng nhỏ, thời gian đáo hạn khác nhau; cơ chế xác định lãi suất trái phiếu Chính Phủ vẫn còn mang nặng tính chủ quan, lãi suất chưa thực sự do thị trường quyết định mà vẫn còn sự can thiệp thông qua cơ chế lãi suất chỉ đạo.

Bốn là, đối tượng tham gia thị trường còn ít, thiếu các nhà đầu tư chuyên nghiệp, đặc biệt là các quỹ đầu tư trái phiếu. Trên thị trường trái phiếu hiện nay, tại SGDCK Hà Nội có 88 thành viên tham gia đấu thầu, song số lượng thành viên tham gia thường xuyên không nhiều (nhiều phiên đấu thầu chỉ có 1 – 2 thành viên tham dự), khối lượng đặt thầu nhỏ so với nhu cầu gọi thầu và lãi suất đặt thầu quá cao, dẫn đến nhiều phiên không thành công, gây lãng phí cho hoạt động tổ chức đấu thầu, thậm chí là mất uy tín của TPCP.

Năm là, thị trường giao dịch còn chưa phát triển, tính thanh khoản kém. Thời gian gần đây, các phương thức phát hành trái phiếu đã được đa dạng hơn. Tuy nhiên vẫn còn một khối lượng lớn trái phiếu không đáp ứng đủ các điều kiện được niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán tập trung. Hiện tại khối lượng trái phiếu Chính Phủ niêm yết mới chỉ chiếm tỷ trọng khoảng 80% so với tổng số trái phiếu đang lưu hành. Mặc dù TPCP là loại công cụ tài chính có độ an toàn cao (được bảo đảm bằng ngân sách quốc gia), nhưng chưa thực sự giữ vai trò chủ đạo trong các giao dịch chứng khoán. Thực tế cho thấy, hoạt động giao dịch kém sôi động. Ở nhiều phiên giao dịch không có lệnh đặt mua, bán và không có giao dịch. Khối lượng giao dịch TPCP trong các phiên có giao dịch cũng rất thấp (có phiên chỉ có 10 trái phiếu), trừ những phiên có giao dịch thỏa thuận giữa các nhà đầu tư có tổ

chức. Giao dịch TPDN hầu như chưa phát triển, các nhà đầu tư mua và giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn để hưởng lãi. Vì vậy hàng hóa trên thị trường lại càng ít. Nhà đầu tư thường mua trái phiếu chuyên đổi chờ chuyên đổi thành cổ phiếu và chỉ giao dịch sôi động trong thời gian trước thời điểm chuyển đổi. Do các nhà đầu tư không quan tâm nhiều, giao dịch TPDN diễn ra tẻ nhạt, tính thanh khoản ngày càng thấp dẫn đến trái phiếu kém hấp dẫn đối với nhà đầu tư từ đó tạo tâm lý e ngại cho các doanh nghiệp khi cân nhắc lựa chọn phương án tài trợ vốn.

2.3.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

a, Nguyên nhân vĩ mô

Thứ nhất, môi trường kinh tế vĩ mô thiếu ổn định. Mặc dù kinh tế đã có được sự tăng trưởng khá trong giai đoạn từ khi đổi mới đến nay, tuy nhiên Việt Nam vẫn nằm trong nhóm những nước nghèo, có nền kinh tế kém phát triển, thu nhập bình quân đầu người còn thấp, nguồn vốn đầu tư cho phát triển chưa cao, còn nhiều nguy cơ tiềm ẩn như: tốc độ tăng trưởng còn thiếu ổn định; sự bất ổn trong chính sách tài chính tiền tệ, lạm phát và tỷ giá; việc huy động các nguồn lực chưa cân đối, đặc biệt là nguồn lực trong nước, việc sử dụng nguồn vốn từ trái phiếu Chính Phủ để phục vụ mục đích phát triển kinh tế - xã hội chưa thực sự phát huy được hiệu quả như mong muốn.

Thứ hai, hệ thống pháp luật chưa hoàn thiện. Mặc dù hệ thống pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng đã được bổ sung và điều chỉnh khá nhanh, song vẫn chưa theo kịp bước phát triển của thị trường. Việc ban hành các văn bản pháp quy còn hạn chế, chưa đồng bộ làm cho việc vận hành thị trường gặp nhiều khó khăn và gây cản trở các thành viên tham gia thị trường, đặc biệt là các nhà đầu tư có tổ chức, các nhà tạo lập thị trường chuyên nghiệp. Thêm vào đó, chưa có chế tài buộc các thành viên về mức độ tham gia thị trường phát hành và giao dịch TPCP.

Thứ ba, công tác dự báo và xây dựng kế hoạch chưa tốt, dẫn đến hiệu quả thu hút vốn còn thấp. Một trong những công việc hết sức quan trọng, có ảnh hưởng rất lớn đến sự thành công của chiến lược huy động vốn, đó là công tác dự báo và xây dựng kế hoạch về tốc độ tăng trưởng, GDP, thâm hụt ngân sách, nhu cầu vốn...

hiện nay còn chưa được quan tâm đúng mức dẫn đến chiến lược tổng thể về huy động vốn thông qua hình thức trái phiếu còn chưa chuẩn xác. Từ đó không xây dựng được kế hoạch huy động vốn về thời điểm cũng như thời hạn, lãi suất.

Do công tác kế hoạch hoá ngân sách Nhà nước còn chưa tốt nên hoạt động phát hành trái phiếu còn thụ động, thời điểm phát hành còn có lúc trùng lặp giữa các đơn vị phát hành và đôi khi chưa phù hợp đối với khả năng cung ứng vốn của nền kinh tế. Việc xây dựng phương án trả nợ và thu hồi vốn đầu tư còn chưa được chú trọng đúng mức, dẫn tới bị động trong việc trả nợ. Bên cạnh đó, việc quy định lãi suất trần tạo một rào cản khá lớn trong các hoạt động đấu thầu trái phiếu nên không thể thu hút nhà đầu tư.

Thứ tư, mô hình tổ chức thị trường trái phiếu chưa phù hợp. Thị trường tập trung mới chủ yếu phát hành và giao dịch các loại TPCP, số lượng trái phiếu khác rất hạn chế; các loại trái phiếu còn đơn điệu, hình thức thiếu phong phú; kỳ hạn thiếu đa dạng; Có quá nhiều loại trái phiếu với giá trị nhỏ, thời gian đáo hạn khác nhau (hiện nay trên thị trường tập trung có hơn 500 mã trái phiếu). Do vậy, việc chậm tái cấu trúc TPCP đã làm giảm sự hấp dẫn với các nhà đầu tư. Hiện nay, các giao dịch trái phiếu Chính Phủ chủ yếu diễn ra trên SGDCK Hà Nội, trong khi đó, còn rất nhiều loại trái phiếu đang được giao dịch ngoài sàn chưa được tổ chức quản lý. Hệ thống giao dịch chuyên biệt chưa đáp ứng được yêu cầu như thanh toán bằng nhiều loại ngoại tệ và kết nối với các hệ thống giao dịch nước ngoài. Tại các nước phát triển các giao dịch trái phiếu được tổ chức chủ yếu trên thị trường phi chính thức.

b, Nguyên nhân vi mô

Thứ nhất, chưa có nhà tạo thị trường đích thực. Các nhà tạo lập thị trường trái phiếu đóng 2 vai trò: người môi giới và tự doanh trái phiếu, và họ thu lợi nhuận từ các hoạt động này. Thứ nhất, với tư cách là người môi giới trái phiếu, các nhà tạo lập thị trường có thể thu lợi từ phí môi giới. Thứ hai, với tư cách là người kinh doanh trái phiếu, họ thu tiền nhờ hưởng chênh lệch giá. Giá trái phiếu phụ thuộc vào lãi suất, giá tăng khi lãi suất giảm và ngược lại. Hiện tại ở Việt Nam theo mô hình kinh doanh chứng khoán hiện tại, chỉ có các công ty chứng khoán mới đủ điều kiện trở thành nhà tạo lập thị trường, song quy mô vốn còn nhỏ và hoạt động chủ yếu

trong lĩnh vực kinh doanh cổ phiếu. Trong khi đó, mặc dù đã có sự đổi mới nhưng các NHTM cũng mới chỉ là thành viên đặc biệt của thị trường trái phiếu có nghĩa là mới chỉ được giao dịch trái phiếu cho chính mình. Mô hình thị trường Ngân hàng ở Việt Nam được xây dựng trên cơ sở mô hình ngân hàng đa năng một phần, theo đó, các ngân hàng thương mại không được phép kinh doanh chứng khoán. Mục đích của các nhà chính sách là tạo nên sự tách biệt giữa thị trường cổ phiếu với thị trường tín dụng, tạo điều kiện quản lý và giám sát thị trường, tránh những tác động tiêu cực của thị trường đối với nền kinh tế. Chính vì vậy, chỉ có các công ty chứng khoán mới có thể trở thành các thành viên chính thức của thị trường, trong khi đối với thị trường trái phiếu, các công ty chứng khoán gần như không có khả năng tham gia hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu. Điều này đã cản trở rất nhiều các ngân hàng thương mại tham gia thị trường, đặc biệt trong vai trò tạo lập thị trường trái phiếu.

Hai là, các trung gian tài chính còn có nhiều hạn chế. Các công ty chứng khoán tuy đông về số lượng, song quy mô nhỏ và chất lượng hoạt động cũng như mức độ chuyên nghiệp kém; quy mô hoạt động đầu tư trái phiếu nhỏ; chất lượng hoạt động môi giới thấp. Phần lớn các giao dịch của nhà đầu tư trong nước là của các CTCK thuộc các ngân hàng thương mại lớn; Một số ngân hàng thương mại mua trái phiếu Chính Phủ làm dự trữ bắt buộc nên gần như không tham gia thị trường giao dịch; số lượng các thành viên tham gia đấu thầu và bảo lãnh mỗi đợt còn ít, do vậy hoạt động bảo lãnh và đấu thầu không thành công. Các đối tượng khác như các công ty bảo hiểm, công ty tài chính và các quỹ đầu tư chưa quan tâm tới hoạt động đầu tư trái phiếu. Thêm vào đó hiện nay theo quy định chỉ có các công ty chứng khoán mới được phép thực hiện vai trò tạo lập thị trường trái phiếu, còn các ngân hàng thương mại chỉ được tham gia với tư cách là thành viên đặc biệt và là nhà đầu tư tích cực. Điều này làm cho thị trường chưa thực sự phát triển vì chính các ngân hàng mới là đối tượng có nguồn lực về tài chính đủ lớn để tạo ra sự sôi động của thị trường trái phiếu

Ba là, sự phối hợp của các cơ quan còn nhiều bất cập. Các văn bản về phân định trách nhiệm của các cơ quan quản lý còn chưa rõ ràng dẫn đến việc tổ chức

phối hợp chưa cao, thiếu tính hiệu quả trong việc quản lý và giám sát thị trường. Sự gắn kết trong việc tổ chức phát hành còn yếu dẫn đến việc có thời điểm cả Kho Bạc Nhà nước, NHPT và một số đơn vị do Chính Phủ bảo lãnh cùng nhau phát hành trái phiếu đã tạo cung vượt cầu dẫn đến ra sự thất bại của các đợt phát hành.

Bốn là, hoạt động quản lý phát hành và giao dịch trái phiếu còn nhiều bất cập. Mặc dù đã có Luật chứng khoán và các Nghị định làm khung pháp lý chuẩn cho việc phát hành và giao dịch trái phiếu trên thị trường, nhưng việc tổ chức quản lý thị trường trái phiếu và sự phối hợp giữa các cơ quan liên quan trong quá trình hoạch định chính sách còn nhiều vấn đề bất cập. Công tác xây kế hoạch huy động vốn và thời gian phát hành trái phiếu Chính Phủ hàng năm chưa được công khai và chuẩn hoá. Về điều hành lãi suất, lãi suất trái phiếu Chính Phủ chưa phải là lãi suất chuẩn để tham chiếu. Lãi suất trái phiếu Chính Phủ đấu thầu qua SGDCK vẫn áp dụng cơ chế lãi suất chỉ đạo, đây là lý do làm giảm tính thị trường và tính cạnh tranh của trái phiếu Chính Phủ so với các loại hình tín dụng khác. Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu là bán lẻ, do vậy các trái phiếu không đủ tiêu chuẩn niêm yết trên thị trường tập trung. Giao dịch TPDN hầu như chưa phát triển, các nhà đầu tư mua và giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn để hưởng lãi. Vì vậy hàng hóa trên thị trường lại càng ít. Nhà đầu tư thường mua trái phiếu chuyên đổi chờ chuyển đổi thành cổ phiếu và chỉ giao dịch sôi động trong thời gian trước thời điểm chuyển đổi. Tình hình giao dịch diễn ra tẻ nhạt do các nhà đầu tư không quan tâm nhiều, tính thanh khoản của trái phiếu này càng thấp dẫn đến trái phiếu kém hấp dẫn đối với nhà đầu tư từ đó tạo tâm lý e ngại cho các doanh nghiệp khi cân nhắc lựa chọn phương án tài trợ vốn.

Năm là, quy mô của doanh nghiệp còn nhỏ. Hiện tại do DNN&V ở Việt Nam còn chiếm tỷ lệ cao (khoảng trên 90%), tinh minh bạch thông tin của các doanh nghiệp còn hạn chế, do vậy việc có thể huy động vốn thông qua hình thức phát hành trái phiếu là vô cùng khó khăn. Thêm vào đó, nhận thức về việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp còn hạn chế, các doanh nghiệp vẫn coi đi vay ngân hàng và đặc biệt là phát hành cổ phiếu là kênh huy động vốn chính. Việc các doanh nghiệp không quan tâm nhiều tới phát hành trái phiếu, thậm chí là đi vay ngân hàng khi

cảm thấy chi phí phát hành cổ phiếu thấp và có vẻ huy động dễ dàng hơn. Trong giai đoạn thị trường chứng khoán phát triển nóng, nhiều doanh nghiệp vừa mới ra đời cũng đã dễ dàng bán hết cổ phiếu trong thời gian ngắn với giá trị cổ phiếu cao hơn gấp nhiều lần giá trị thực và doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi còn nhà đầu tư sẽ đối mặt với rủi ro về tài chính.

Sáu là, doanh nghiệp phát hành thiếu cơ sở để đưa ra mức lãi suất huy động do thị trường chưa có đường cong lãi suất chuẩn. Đường cong lãi suất chuẩn được xây dựng cho các trái phiếu Chính Phủ hoặc các trái phiếu của các công ty lớn, có uy tín. Các trái phiếu này được coi là có mức độ rủi ro rất thấp hoặc bằng không. Do đó, các mức lãi suất của các trái phiếu này được sử dụng là lãi suất chuẩn cho các trái phiếu khác. Phần chênh lệch giữa lãi suất chuẩn và lãi suất của các trái phiếu khác chính là sự phản ánh mức độ rủi ro, mức chênh lệch càng lớn thì sự rủi ro của trái phiếu đó càng cao. Hiện tại, ở Việt Nam chưa có đơn vị nào xây dựng đường cong lãi suất chuẩn. Ngân hàng Ngoại thương đang phối hợp với Reuters và Trung tâm giao dịch chứng khoán để tìm cách xây dựng nhưng đến nay vẫn chưa thành công.

Bảy là, chưa có tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp. Các tổ chức định mức đóng vai trò quan trọng trong việc đánh giá năng lực của các doanh nghiệp. Việc đánh giá của các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín là thông tin quan trọng không chỉ ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh nói chung cũng như khả năng huy động vốn của các doanh nghiệp mà còn tác động tới tâm lý và quyết định của các nhà đầu tư. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, hiện Việt Nam vẫn chưa có một tổ chức đánh giá định mức tín nhiệm trong nước và quốc tế theo đúng nghĩa. Điều này làm ảnh hưởng tới tâm lý của các nhà đầu tư trong việc bỏ vốn khi các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện phát hành trái phiếu.

Bên cạnh đó, một số nguyên nhân khác làm thị trường trái phiếu chưa phát triển như: Chậm đưa vào các nghiệp vụ phái sinh; các tiêu chí phát hành không được quy định rõ ràng; thiếu thông tin; các quy định điều chỉnh việc chào bán riêng lẻ không đầy đủ và hệ thống giao dịch trái phiếu chưa đồng bộ cũng làm ảnh hưởng tới tính thanh khoản; Sự kém phát triển của hiệp hội kinh doanh chứng khoán; Sự thiếu quan

tâm của các nhà đầu tư cá nhân và doanh nghiệp tới thị trường trái phiếu; Năng lực của công ty chứng khoán còn yếu không đủ sức vươn sang thị trường trái phiếu...

Kết luận chương 2

Là bộ phận quan trọng của thị trường tài chính, thị trường trái phiếu có vai trò quan trọng trong việc tích tụ, tập trung, phân phối vốn cho nền kinh tế. Quy mô thị trường trái phiếu thường lớn gấp nhiều lần thị trường cổ phiếu. Thị trường trái phiếu Việt Nam đang trong thời kỳ đầu của sự phát triển và đã có những kết quả đáng khích lệ trong từng bước thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia vào thị trường, thu hút và huy động nguồn vốn trung và dài hạn cho phát triển kinh tế - xã hội của Chính Phủ cũng như hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Tuy nhiên có thể khẳng định rằng thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn chưa thực sự phát triển. Nguyên nhân là do sự chưa ổn định trong nền kinh tế vĩ mô ở Việt Nam, trong đó có việc huy động các nguồn lực chưa cân đối, đặc biệt là nguồn lực trong nước, đồng thời việc sử dụng nguồn vốn từ trái phiếu Chính Phủ để phục vụ mục đích phát triển kinh tế - xã hội chưa thực sự hiệu quả, các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu mới là các doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa đủ năng lực cũng như chưa có thói quen huy động vốn bằng phát hành trái phiếu. Đối với bản thân thị trường trái phiếu thì mô hình tổ chức của thị trường chưa phù hợp; thị trường thiếu vắng các nhà đầu tư chuyên nghiệp, các tổ chức tạo lập thị trường; việc phát hành trái phiếu còn thiếu tính chuẩn mực và chưa được hoạch định một cách khoa học, chưa có các tổ chức định mức tín nhiệm, chưa xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, các nghiệp vụ phái sinh chưa phát triển.... Để thị trường trái phiếu Việt Nam phát triển trong giai đoạn tới phù hợp với mục tiêu tăng trưởng, phát triển kinh tế - xã hội và hội nhập quốc tế một cách bền vững cần có những định hướng và giải pháp ở cả tầm vĩ mô và vi mô.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM

3.1. CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC CỦA VIỆT NAM TRONG PHÁT TRIỂN KINH TẾ - XÃ HỘI GIAI ĐOẠN MỚI

3.1.1. Bối cảnh quốc tế và trong nước

3.1.1.1. Bối cảnh quốc tế

Dù bất kỳ quốc gia nào, khi đã tham gia vào quá trình phát triển và hội nhập kinh tế đều chịu sự tác động của các yếu tố bên ngoài. Việt Nam là nước đang phát triển và không đứng ngoài quy luật đó [21]. Dưới đây là những ảnh hưởng quốc tế sẽ tác động tới Việt Nam trong quá trình phát triển kinh tế:

- Một là, toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế diễn ra mạnh mẽ với những cấp độ, lộ trình thực hiện không giống nhau ở các quốc gia khác nhau. Quá trình toàn cầu hoá và hội nhập kinh tế quốc tế ngày nay đã làm cho nền kinh tế thế giới có 6 chuyên hướng lớn khác so với thế kỷ XX, đó là: Thế giới chuyên từ kỹ nguyên công nghiệp chế tạo sang kỹ nguyên công nghệ cao do công nghệ thông tin dẫn dắt; Từ cơ bắp sang lao động trí tuệ; Từ sản xuất vật chất sang coi trọng phát triển dịch vụ, đặc biệt là “dịch vụ mềm” và dịch vụ chất lượng cao; Từ thị trường quốc gia sang thị trường khu vực và toàn cầu; Từ phân công lao động theo nguồn lực sang tối ưu hoá các hoạt động thị trường và từ mục tiêu đáp ứng nhu cầu cơ bản sang nâng cao chất lượng cuộc sống.

Chính sự phát triển nhanh của cách mạng khoa học và công nghệ đã làm xuất hiện nhiều công nghệ và vật liệu mới, đồng thời làm cho các quốc gia gắn kết và phụ thuộc vào nhau hơn trong quá trình phát triển và kéo theo sự hợp tác phát triển nhiều lĩnh vực khác như văn hoá, xã hội, môi trường. Trong điều kiện đó, các quốc gia, vùng lãnh thổ buộc phải cân nhắc, tính toán, lựa chọn để tham gia vào chuỗi sản xuất, cung ứng và chuỗi giá trị toàn cầu. Chỉ có như vậy mới có thể nâng cao năng lực (khả năng) cạnh tranh cho quốc gia, doanh nghiệp và hàng hoá của quốc

gia mình.

- Hai là, toàn cầu hoá, quốc tế hoá và hội nhập kinh tế quốc tế trong những năm hiện tại và tương lai diễn ra sôi động và có nhiều nét khác biệt so với vài thập niên trước đây. Cụ thể là song song với hợp tác đa phương, các hợp tác song phương diễn ra hết sức mạnh mẽ. Có thể là quốc gia với quốc gia, quốc gia với khu vực, khu vực với quốc gia, khu vực với khu vực,.. Trên một mức độ nhất định, hợp tác song phương sẽ tạo đà bền vững và phát triển các hợp tác đa phương theo hướng toàn diện và chặt chẽ hơn. Chính sự đa dạng trong liên kết, hợp tác này đã đặt từng quốc gia trong liên kết bị chế định, chi phối bởi nhiều định chế, đạo luật,.. khác nhau. Điều đó tất yếu đòi hỏi quốc gia phải điều chỉnh, hoàn thiện hệ thống thể chế của mình cho thích ứng.

- Ba là, kinh tế thị trường đang tiếp tục chứng tỏ là một mô hình thích hợp, tối ưu nhất và thậm chí hiệu quả nhất. Từ việc chú trọng phát triển thị trường nên nhiều quốc gia đã gặt hái được khá nhiều thành công trong phát triển kinh tế, giải quyết những vấn đề xã hội cũng như từng bước nâng cao vị thế, vị trí của mình trên trường quốc tế. Tuy nhiên, kinh tế thị trường vẫn không ít mặt hạn chế gây ra những tiêu cực, rủi ro, thậm chí khó lường trước. Khắc phục những tiêu cực, hạn chế các rủi ro do thị trường mang lại hoàn toàn phải dựa vào bàn tay Nhà nước. Bài học về khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu đang vẫn còn nguyên giá trị đối với các quốc gia xem nhẹ vai trò của Nhà nước hoặc không xem nhẹ vai trò của Nhà nước nhưng Nhà nước lại quá yếu kém về năng lực quản lý, điều hành, nhưng lại có những can thiệp “chủ quan”, “áp đặt”... dẫn đến nhiều thiệt hại lớn cho quốc gia và do đó góp phần làm tụt hậu thêm sự phát triển.

3.1.1.2. Bối cảnh trong nước

Bắt đầu từ Đại hội Đảng toàn quốc VI và các đại hội tiếp sau đó (Đại hội VII, VIII, IX và X và trong tương lai là đại hội XI) của Đảng cộng sản Việt Nam, đất nước ta đang trong quá trình tiếp tục chuyển từ nền kinh tế kế hoạch hoá tập trung quan liêu bao cấp sang nền kinh tế thị trường định hướng XHCN. Cũng

trong quá trình này, Việt Nam đã và đang thực hiện hai chiến lược phát triển kinh tế - xã hội (1991-2000 và 2001-2010). Chiến lược 1991-2000 đã góp phần đưa Việt Nam thoát khỏi khủng hoảng kinh tế và lạm phát “phi mã” vào những năm trước đổi mới và đặc biệt là thoát khỏi cuộc khủng hoảng tài chính ở châu Á năm 1997 (nổ ra đầu tiên ở Thái Lan) [21]. Chiến lược này đã tạo đà mới cho nền kinh tế trong tăng trưởng kinh tế và từng bước cải thiện đời sống dân cư. Việc thực hiện chiến lược 2001 – 2010 đến nay đã được gần 9 năm, nhưng về thu nhập bình quân đầu người ở nước ta đã vượt ngưỡng các nước nghèo và nằm vào nhóm nước có mức thu nhập trung bình (trên 1000USD - năm 2008) [1].

Theo dự báo, đến năm 2010, GDP của Việt Nam sẽ tăng gấp hơn 2,0 lần so với năm 2000 và thu nhập quốc dân bình quân đầu người sẽ đạt khoảng 1.100USD năm 2010 [1]. Đây là tín hiệu dự báo hết sức khả quan. Nhưng trên thực tế, nền kinh tế thế giới đang có những biến động khó lường đã làm ảnh hưởng không nhỏ đối với các quốc gia, mà Việt Nam không phải là ngoại lệ.

Là nước tham gia tích cực vào quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, Việt Nam cần nắm bắt các xu thế vận động của nền kinh tế thế giới để tận dụng những thuận lợi và vượt qua những khó khăn và thách thức để có thể huy động và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực, kết hợp sức mạnh toàn dân tộc và chủ động lựa chọn những bước đi phù hợp với từng giai đoạn để phấn đấu đạt được những bước phát triển mới nhanh và bền vững.

3.1.2. Cơ hội và thách thức trong phát triển kinh tế - xã hội của Việt Nam giai đoạn tới

Nghị quyết Đại hội lần thứ IX của Đảng Cộng sản Việt Nam chỉ rõ: “Đưa nước ta ra khỏi tình trạng kém phát triển, nâng cao rõ rệt đời sống vật chất, văn hoá, tinh thần của nhân dân; tạo nền tảng để đến năm 2020 nước ta cơ bản trở thành một nước công nghiệp theo hướng hiện đại. Nguồn lực con người, năng lực khoa học và công nghệ, kết cấu hạ tầng, tiềm lực kinh tế, quốc phòng, an ninh được tăng cường; thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa

được hình thành về cơ bản; vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế được nâng cao” [15]. Để đạt được mục tiêu này Việt Nam cần phải có một chiến lược tốt nhằm huy động và sử dụng có hiệu quả mọi nguồn lực, đặc biệt là nguồn lực về vốn trung và dài hạn để thực hiện mục tiêu phát triển của mình.

So với các nước trong khu vực ASEAN Việt Nam có môi trường chính trị tương đối ổn định là nền tảng cho sự phát triển vững chắc của nước ta. Kinh tế Việt Nam là một nền kinh tế mới nổi với xuất điểm thấp, Việt Nam có điều kiện học hỏi từ những thành công và những thất bại của các nước đi trước. Từ năm 2009, Theo cách phân loại của Ngân hàng Thế giới, Việt Nam về cơ bản trở thành nước có thu nhập trung bình, điều này càng làm cho Việt Nam có một vị thế tốt hơn trên bản đồ thế giới.

Cùng với việc trở thành nước có thu nhập trung bình, với dân số tính đến 1/4/2009 là 85,7 triệu dân quy mô thị trường của Việt Nam đang ngày càng lớn, đây là một thị trường đầy hấp dẫn của các nhà đầu tư và là một trong những thị trường bán lẻ hấp dẫn nhất thế giới. Cùng với đó, hợp tác kinh tế của Việt Nam ngày càng được mở rộng vị thế của nước ta trên thị trường quốc tế ngày càng được nâng cao. Sau 3 năm gia nhập WTO, Việt Nam đã thực hiện tốt các cam kết gia nhập và đang từng bước tham gia sâu hơn vào vòng đàm phán Doha cũng như các hoạt động thường xuyên của WTO. Việt Nam là thành viên không thường trực của Hội đồng Bảo an Liên hợp quốc, Chủ tịch luân phiên của Hội đồng Bảo an Liên hợp quốc.

Trong những năm tới, Việt Nam sẽ có nhiều cơ hội để phát triển với các lý do như: Việt Nam nằm trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tiếp tục phát triển năng động và đang hình thành nhiều hình thức liên kết, hợp tác đa dạng hơn. Kinh tế toàn cầu nói chung và nền kinh tế của từng quốc gia nói riêng sẽ được cơ cấu lại, trong đó các ngành, các sản phẩm tiết kiệm năng lượng, thân thiện với môi trường sẽ được quan tâm hơn. Sau khủng hoảng, thể chế tài chính toàn cầu sẽ được cải cách và hoàn thiện hơn nhằm nâng cao khả năng giám sát và

hỗ trợ ổn định tài chính toàn cầu, trong đó có sự tham gia mạnh mẽ của đại diện các nước có nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc, Nga, Brazil, và Ấn Độ.

Mặc dù có những thuận lợi và cơ hội tuy nhiên thách thức đối với kinh tế Việt Nam là không nhỏ. Đó là các vấn đề như:

(i) Trong cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái toàn cầu vừa qua, các nước đều chuyển hướng vào thị trường nội địa, nhiều biện pháp bảo hộ mậu dịch công khai và không công khai đã được áp dụng có thể sẽ ảnh hưởng đến quá trình tự do hóa thương mại; Trong thập niên tới bối cảnh thế giới sẽ biến đổi nhanh, phức tạp và khó lường, đặc biệt là hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu diễn ra từ năm 2008. Cùng với các xu hướng khác là toàn cầu hóa và chuyển nhanh sang thời đại công nghệ cao, sự phân bố lại các nguồn lực, thay đổi các tương quan quyền lực trên thế giới đang diễn ra rất mạnh mẽ.

(ii) Tốc độ tăng trưởng cao nhưng chất lượng tăng trưởng thấp. Những năm qua sự phát triển kinh tế ở Việt Nam chủ yếu theo chiều rộng, nhân tố vốn chiếm tới 57,5% tăng trưởng. Tỷ lệ vốn đầu tư so với GDP quá cao, trong nhiều năm trên 40%, năm 2007 lên tới 45,6%, trong khi đó chỉ số ICOR lại kém dần; giai đoạn 2001- 2005 là 4,89; năm 2006 là 5; năm 2007 là 5,4; năm 2008 là 6,8 và năm 2009 là 8,0.

(iii) Nguồn nhân lực dồi dào nhưng kỹ năng lao động và ý thức kỷ luật thấp. Ưu điểm của nguồn nhân lực ở Việt Nam là dồi dào, số người lao động trẻ chiếm tới 70% tổng số lao động. Nhưng có tới 74,7% số người lao động chưa qua đào tạo, trong khi những ngành công nghiệp cao rất thiếu nhân lực có trình độ chuyên môn. Ngành du lịch tuy được coi là một ngành kinh tế mũi nhọn của Việt Nam nhưng số người đã qua đào tạo cũng chỉ mới đáp ứng được 1/4 nhu cầu. Mặt khác, ý thức, tác phong, thái độ làm việc, chấp hành kỷ luật của người lao động chưa cao. Hệ thống giáo dục và đào tạo tuy đã đạt những thành tựu quan trọng, nhưng nhìn chung cơ sở vật chất vẫn nghèo nàn, thiếu phương tiện thực hành,

thiếu giáo viên giỏi.

(iv) Thiếu quy hoạch tổng thể dài hạn cho cả nước, cho từng vùng, tỉnh, quận, huyện. Rõ nhất là chưa có quy hoạch tổng thể về phân bố các khu công nghiệp, về phát triển kết cấu hạ tầng, các khu đô thị... Ngay cả ở thủ đô Hà Nội, theo nhận định của nhiều chuyên gia, việc mở rộng các khu, cụm công nghiệp mới chỉ là những biện pháp tình thế, chưa có một quy hoạch dài hạn, nên đã có trường hợp phải chuyển đổi khu công nghiệp sang xây dựng khu đô thị mới, như khu công nghiệp Sài Đồng. Phần lớn các khu công nghiệp chỉ cốt nhanh lấp đầy diện tích, chưa xét hiệu quả kinh tế của từng dự án đầu tư. Việc thiếu quy hoạch tổng thể, dài hạn bộc lộ rõ nhất ở tình trạng không đồng bộ giữa việc xây dựng những công trình lớn trong nội đô với sự xuống cấp của hệ thống giao thông và hệ thống cấp thoát nước. Nạn ùn tắc giao thông và ngập lụt đường phố khi có mưa to đã trở thành nỗi lo thường xuyên của người dân Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh.

(v) Sự biến đổi khí hậu toàn cầu đang diễn nhanh theo chiều hướng tiêu cực; thiên tai, dịch bệnh diễn ra vô cùng phức tạp làm ảnh hưởng đến sản xuất, đời sống và sự phát triển kinh tế của Việt Nam.

Bên cạnh những thách thức nêu trên, muốn phát triển Việt Nam cũng cần phải nhanh chóng khắc phục những yếu kém như: Chậm khắc phục những yếu kém của nền kinh tế, nhiều vấn đề xã hội bức xúc chưa được giải quyết; Hiệu quả và năng lực cạnh tranh của Việt Nam so với các nước trong khu vực thấp và chậm được cải thiện. Hai chỉ số tổng hợp đánh giá hiệu quả và sức cạnh tranh của nền kinh tế là thu nhập bình quân đầu người và NSLĐ. Một hệ quả rõ nhất của tăng trưởng, đặc biệt là tăng trưởng dưới mức tiềm năng là chiều hướng giảm đi về tốc độ tăng thu nhập bình quân đầu người. Sau cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997, nhiều nước trong khu vực đã bị sụt giảm tăng trưởng và thu nhập, nhưng họ đã lấy lại được những gì mất đi chỉ trong vài năm (Thái Lan, Malaixia...) và sau đó tăng nhanh hơn nước ta từ năm 2001 trở đi. Điều này làm cho mục tiêu bắt kịp về thu nhập bình quân đầu người của nước ta với các nước khác trong khu vực và Trung Quốc trở nên khó khăn hơn; Tăng trưởng nhanh đi

liên với gia tăng bất bình đẳng về phân phối thu nhập. Mức độ bất bình đẳng về thu nhập tăng dần cùng quá trình tăng trưởng, nhưng tốc độ tăng chậm dần với hệ số Gini (Hệ số Gini - tính theo chi tiêu hoặc thu nhập bằng 0 là bình đẳng tuyệt đối và bằng 1 là bất bình đẳng tuyệt đối. Do đó, hệ số này càng tiến gần đến 1 có nghĩa là mức độ bất bình đẳng càng cao. Số liệu trong Điều tra mức sống dân cư của TCTK) tính theo chi tiêu – là một chỉ số đo mức độ bất bình đẳng về thu nhập – tăng từ 0,33 năm 1992 lên 0,37 năm 2002-2004 [61]. Năm 2006, mức độ bất bình đẳng giảm nhẹ (hệ số Gini còn 0,36) mặc dù tốc độ tăng GDP năm 2006 cao hơn (8,2%) so với năm 2004 (7,78%); Mức độ ô nhiễm môi trường ngày càng trầm trọng. Thực tế ở nước ta cho thấy mức độ ô nhiễm môi trường tăng lên cùng quá trình tăng trưởng. Thực tế diễn ra đang bộc lộ rõ sự giằng co, thậm chí đánh đổi giữa mục tiêu tăng trưởng nhanh, giải quyết việc làm với thu nhập và chất lượng môi trường, đồng nghĩa với thu nhập tăng lên, nhưng chất lượng sống chưa được cải thiện; Cơ sở hạ tầng kỹ thuật tăng lên về số lượng nhưng vẫn không đáp ứng nhu cầu và chất lượng kém. Mặc dù số lượng các công trình hạ tầng vận tải, điện tăng lên hàng năm, nhưng vẫn không đáp ứng nhu cầu tăng nhanh của nền kinh tế. Một loạt công trình hạ tầng lớn đang được xây dựng, nhưng nếu các công trình này hoàn thành đúng hạn thì sớm nhất cũng phải sau 2010 mới được đưa vào sử dụng. Trong khi đó, chất lượng cơ sở hạ tầng hiện có được đánh giá vừa kém, vừa chậm được cải thiện. Theo xếp hạng năng lực cạnh tranh toàn cầu, cơ sở hạ tầng của nước ta có chỉ số thấp nhất (đạt 3/7 điểm), xếp thứ 94 trong số 133 nền kinh tế. Trong số cơ sở hạ tầng vận tải, chất lượng đường bộ, đường sắt kém nhất, ảnh hưởng đến môi trường đầu tư (thu hút đầu tư, mở rộng qui mô đầu tư, thực hiện đầu tư) và môi trường kinh doanh ở các khâu sản xuất, phân phối và tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp. Cơ sở hạ tầng yếu kém cũng làm đẩy chi phí đầu tư và chi phí kinh doanh, tức làm giảm năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp.

Với những đánh giá phân tích nêu trên, dựa trên mô hình SWOT, có thể đánh giá tổng quan những điểm mạnh, điểm yếu cũng như cơ hội và thách thức của kinh tế Việt Nam trong thời gian tới như sau:

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Sự ổn định về chính trị ✓ Nguồn lao động dồi dào, cơ cấu dân số đang từ cơ cấu dân số trẻ chuyển sang cơ cấu dân số vàng ✓ Thị trường tiêu thụ trong nước lớn ✓ Địa kinh tế thuận lợi ✓ Việt Nam ngày càng được nể trọng và có ảnh hưởng ngày càng lớn hơn trong cộng đồng quốc tế ✓ Thể hệ trẻ năng động ✓ Tăng trưởng nhanh ✓ Chủ động trong hội nhập 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Giá trị gia tăng nội địa thấp ✓ Chất lượng tăng trưởng thấp ✓ Năng lực của khu vực tư nhân trong nước yếu ✓ Thiếu nguồn nhân lực chất lượng cao ✓ Công nghiệp hỗ trợ kém phát triển ✓ Cơ sở hạ tầng yếu kém ✓ Các thị trường yếu tố sản xuất (Thị trường vốn, lao động...) chưa phát triển và vận hành không hiệu quả ✓ Chất lượng của thể chế thấp ✓ Các bất cân đối vĩ mô có xu hướng gia tăng (cân đối tiết kiệm – đầu tư, Xuất khẩu – nhập khẩu và Thu – chi ngân sách) ✓ Khu vực DNNN kém hiệu quả ✓ Kinh tế tư nhân chưa phát triển ✓ Năng lực cạnh tranh quốc gia, các ngành và của doanh nghiệp đều thấp so với các nước trong khu vực và trên thế giới ✓ Ô nhiễm môi trường và khai thác quá mức nguồn tài nguyên ✓ Chất lượng của hệ thống y tế và nếp sống lành mạnh giảm ✓ Hiệu lực chính quyền thấp (đặc biệt là

	<p>công tác dự báo)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Cải cách hành chính chậm đổi mới ✓ Dựa quá nhiều vào nguồn tài chính nước ngoài
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Sự ủng hộ của cộng đồng quốc tế ✓ Trong tâm kinh tế thế giới đang chuyển sang khu vực châu Á – Thái Bình Dương ✓ WTO, FTAs, ✓ Sự bất ổn của các nước trong khu vực là cơ hội để Việt Nam thu hút đầu tư và du lịch ✓ Xu hướng địa kinh tế mới ✓ Quy mô thị trường lớn 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ AFTA, WTO, FTAs – làm cho các luồng sản phẩm của ASEAN, Trung Quốc, Nhật Bản tràn vào, có thể phá hủy nền tảng công nghiệp sau 20 năm đổi mới ✓ Mức lương của Việt Nam đang trở nên cao hơn đối với các ngành sử dụng nhiều lao động (dệt may, da giày), công nghệ lại quá thấp đối với các ngành sử dụng nhiều tri thức. ✓ Điều kiện thương mại quốc tế ngày càng không có lợi cho các nước đang phát triển trong đó có Việt Nam ✓ Bất bình đẳng đang có dấu hiệu gia tăng ✓ Bẫy thu nhập trung bình ✓ Các lỗ hổng (cân đối) của nền kinh tế

Có thể thấy, trong giai đoạn tới Việt Nam có thuận lợi và cơ hội để phát triển, tuy nhiên các điểm yếu và những thách thức là không ít, thậm trí nếu không nói là rất nhiều. Do vậy, muốn kinh tế Việt Nam phát triển, hội nhập với kinh tế quốc tế, đạt được mục tiêu đến 2020 cơ bản trở thành nước công nghiệp thì cần thực hiện đồng bộ rất nhiều giải pháp trong đó có mục tiêu thu hút được một

lượng vốn lớn cho đầu tư phát triển. Và để thực hiện được điều này, cần phải có các giải pháp cả ở tầm vĩ mô và vi mô.

3.2. QUAN ĐIỂM ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2020

3.2.1. Thị trường vốn tầm nhìn đến năm 2020

Theo Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 do Thủ tướng Chính Phủ phê duyệt. Thị trường vốn cần phải phát triển nhanh, đồng bộ, vững chắc thị trường. Trong đó thị trường chứng khoán đóng vai trò chủ đạo và từng bước đưa thị trường vốn trở thành một cấu thành quan trọng của thị trường tài chính nhằm góp phần quan trọng phục vụ cho hoạt động huy động vốn phục vụ cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế. Tiến hành phát triển thị trường vốn đa dạng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn và đầu tư của mọi đối tượng trong nền kinh tế [35].

Tuy nhiên để phát triển thị trường một cách bền vững cần phải đảm bảo tính công khai, minh bạch, duy trì trật tự, an toàn, hiệu quả, tăng cường quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Từ đó, phấn đấu đến năm 2020 đạt 70% GDP và thị trường vốn Việt Nam phát triển tương đương thị trường các nước trong khu vực vào năm 2020.

3.2.2. Quan điểm, định hướng phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam

3.2.2.1. Quan điểm về vốn trái phiếu cho đầu tư phát triển

Đứng trên quan điểm Chính phủ sẽ thực hiện chính sách theo hướng chủ động. Chính sách chủ động là do Nhà nước đưa ra mặc dù chưa có nhu cầu chung của xã hội còn chính sách thụ động là đề ra khi vấn đề đã xảy ra. Để vận hành một nền kinh tế Chính Phủ cần vận dụng linh hoạt các công cụ để thực hiện song song chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ một cách hiệu quả nhất nhằm giảm thiểu các rủi ro tác động đến kinh tế vĩ mô. Chính sách tiền tệ được thực

hiện với ba công cụ cơ bản: điều chỉnh lãi suất chiết khấu, thực hiện nghiệp vụ mua bán trái phiếu Chính Phủ trên thị trường mở, điều chỉnh mức dự trữ bắt buộc. Kỳ vọng lý tưởng là chính sách tiền tệ sẽ được quản lý theo một cách nhằm ngăn chặn giảm phát trầm trọng và cần được kiểm soát ngay từ ban đầu. Chính sách tài khóa dựa vào chi tiêu Chính Phủ, thuế và thâm hụt ngân sách. Chính Phủ có thể phát tín hiệu về thời kỳ tốt đẹp ở phía trước thông qua chi tiêu Chính Phủ nhiều hơn những gì mà Chính Phủ nhận được từ thuế và do vậy dẫn đến một lượng thâm hụt ngân sách. Để có được tài trợ cho phân chi tiêu gia tăng, ngoài việc thông qua tăng thuế, Chính Phủ còn sử dụng vay từ các nguồn khác bằng cách phát hành trái phiếu. Động thái này sẽ giúp cho tiêu dùng và đầu tư không bị giảm trong bối cảnh thuế suất cao hơn [35]. Một cách tự nhiên GDP sẽ tăng gần như bằng với số gia tăng chi tiêu Chính Phủ tự định. Nhưng Keneycs cho rằng khi GDP tăng các cá nhân và các doanh nghiệp sẽ tăng mức tiêu dùng và đầu tư của họ, do vậy đẩy GDP tăng cao hơn và xuất hiện một số nhân thu nhập[18]. Mô hình của Keneycs có thể biểu diễn như sau: Thay đổi GDP = (thay đổi khoản chi tiêu thâm hụt của Chính Phủ) * Số nhân thu nhập.

Trong lý thuyết kinh tế học người ta trình bày định lý tương đương Ricardo cho rằng: Nhà nước thực hiện chính sách tài chính nói lỏng bằng cách tăng chi tiêu chính phủ. Nhưng để có nguồn tài chính cho các khoản chi tiêu đó, nhà nước phát hành công trái và trái phiếu. Định lý khẳng định với dự tính duy lý người ta sẽ hiểu rằng hôm nay nhà nước đi vay thì tương lai nhà nước sẽ tăng thuế để có tiền trả nợ, nên sẽ giảm tiêu dùng và tăng tiết kiệm hôm nay để tương lai có tiền nộp thuế. Như thế, tuy nhà nước tăng tiêu dùng của mình, nhưng lại làm giảm tiêu dùng cá nhân, nên hiệu quả của chính sách tài chính sẽ không cao như mong đợi.

Tuy nhiên theo lý thuyết kinh tế phát triển sự thâm hụt không đáng ngại lắm tùy thuộc vào tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nếu GDP tăng thì Chính phủ có thể để ngân sách thâm hụt tăng lên mà không làm cho tỷ lệ nợ trên GDP tăng

lên. Tăng trưởng có thể phụ thuộc vào đầu tư của Chính phủ chẳng hạn như đầu tư để giải quyết những vấn đề phát triển hạ tầng. Do đó bất kỳ đánh giá nào về tài chính công cũng cần tính đến tỷ lệ tăng trưởng và tác động của chi tiêu công đối với tăng trưởng.

Keynes đã lập luận rằng vào thời kỳ thất nghiệp cao nhiều nguồn lực sản xuất không được sử dụng. Việc thâm hụt ngân sách cho chi tiêu Chính phủ tăng lên sẽ đưa các nguồn lực này hoạt động trở lại. Vì vậy sản xuất sẽ tăng hướng về mức tiềm năng của nền kinh tế. Nhưng nếu Chính phủ duy trì tình trạng thâm hụt ngân sách ngay sau khi tất cả các nguồn lực đã được đưa vào sử dụng thì GDP danh nghĩa tăng và sự gia tăng này chủ yếu là do gia tăng mức giá. Lúc này cầu đã vượt mức tiềm năng và nền kinh tế nóng lên.

Như vậy theo Keynes để kích thích tăng trưởng vào thời kỳ đình đốn hay sản lượng dưới mức tiềm năng thì có thể sử dụng thâm hụt ngân sách. Bên cạnh đó cũng cần lưu ý nếu duy trì thâm hụt ngân sách một cách dài hạn thì sự kỳ vọng sẽ hình thành lạm phát. Nhưng nếu tất cả điều này được dự tính trước thì các nhà quản lý có thể cố gắng trung hòa nó thông qua chính sách tiền tệ thật chặt.

Keynes hy vọng sự gia tăng đầu tư Chính phủ sẽ phát tín hiệu tốt đến nền kinh tế. Như vậy kỳ vọng được cải thiện và người ta sẽ thông qua khoản cho vay Chính phủ để thực hiện các đầu tư công hiệu quả hơn. Chính sách của Keynes dựa trên nền tảng từ vấn đề kỳ vọng.

Xét trên bối cảnh Việt nam có các đặc điểm

- Sản lượng dưới mức tiềm năng do việc sử dụng nguồn lực không hiệu quả, cơ cấu đầu tư của nền kinh tế chưa hợp lý.
- Trong giai đoạn vừa qua có mối liên hệ giữa tăng trưởng và gia tăng thâm hụt ngân sách.

Có thể dùng chính sách thâm hụt ngân sách để điều chỉnh cơ cấu đầu tư theo hoạch định chính sách. Tài trợ thông qua việc phát hành trái phiếu có thể sẽ dẫn đến chèn lấn đầu tư tư nhân. Nhưng Chính phủ có thể sử dụng nguồn vốn này để điều chỉnh xu hướng đầu tư của nền kinh tế và bên cạnh đó việc tăng cường cung cấp hàng hóa công một cách hiệu quả như cơ sở hạ tầng tài chính, giao thông, giáo dục để tăng vốn nhân lực cũng sẽ dẫn đến gia tăng sản lượng của nền kinh tế. Do đó, nên phát hành trái phiếu gắn với các đầu tư cụ thể vào hàng hóa công nhưng cần phải xác định các dự án có tính khả thi cao.

Khi chi tiêu thâm hụt có thể đẩy lãi suất lên cao dẫn đến cắt giảm đầu tư và tiêu dùng tư nhân – một hiện tượng gọi là sự lún át. Khi Chính Phủ phát hành trái phiếu để bù thâm hụt ngân sách, Chính Phủ đang cạnh tranh vay các nguồn với những người đi vay khu vực tư nhân. Một cách tự nhiên sẽ làm tăng giá của các dòng vốn dẫn đến lãi suất sẽ tăng. Khi điều này xảy ra có nghĩa là khu vực tư nhân sẽ giảm đầu tư. Như vậy, khi xem xét thị trường trái phiếu cần quan tâm tới sự cân đối của thị trường TPCP và TPDN.

Trong mối quan hệ giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, chúng ta quan tâm đến việc điều hành chính sách tiền tệ thông qua mua bán trái phiếu trên thị trường mở. Khi muốn mở rộng cung tiền NHNN mua TPCP để bơm tiền vào nền kinh tế. Khi muốn thu hẹp cung tiền NHNN sẽ điều hành nghiệp vụ bán trái phiếu trên thị trường mở để rút bớt tiền mặt đang lưu thông trong nền kinh tế. Việc bán ra trái phiếu của khu vực tư nhân sẽ kéo theo giá trái phiếu giảm xuống dẫn đến lãi suất hiện hành của trái phiếu tăng lên và ngược lại. Vì lý do này thị trường trái phiếu thường dự kiến trước các động thái của NHNN khi họ kỳ vọng NHNN nới lỏng hay thắt chặt chính sách tiền tệ. Với các phân tích trên, chúng ta thấy các khoản bù thâm hụt ngân sách thông qua phát hành trái phiếu cần được hoạch định theo lộ trình để tránh làm thay đổi kỳ vọng của thị trường dẫn đến thay đổi lãi suất và các biến số vĩ mô khác.

Quay trở lại vấn đề phát triển của thị trường trái phiếu tại Việt Nam, cần khẳng định các mục tiêu sau: Thứ nhất, phát triển thị trường trái phiếu nhằm khai thác một cách có hiệu quả nhất các nguồn vốn trong và ngoài nước phục vụ cho kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của đất nước; Thứ hai, cần dự báo về thâm hụt ngân sách theo chiến lược phát triển của nền kinh tế để đưa ra lộ trình phát hành TPCP với các kỳ hạn khác nhau; Thứ ba, cần xem xét sự phát triển thị trường TPCP trong mối quan hệ với việc thúc đẩy và phát triển thị trường TPDN.

3.2.2.2. Quan điểm phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam

Một là, thị trường trái phiếu cần phải được hoạch định đồng bộ với chiến lược phát triển thị trường tài chính, tạo cơ cấu hợp lý, đảm bảo hiệu quả của thị trường tài chính trong tích tụ, tập trung, phân phối vốn trong nền kinh tế.

Hai là, phát triển thị trường từng bước, vững chắc, đảm bảo phục vụ tốt nhất cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế, đảm bảo an sinh xã hội và giữ vững an ninh quốc phòng.

Ba là, hình thành và phát triển đồng bộ các yếu tố của thị trường, đặc biệt quan tâm tới thị trường phát hành nhằm tăng tích tụ, tập trung vốn cho phát triển kinh tế. Từng bước quan tâm phát triển thị trường TPDN

Bốn là, hiện đại hóa thị trường trái phiếu đáp ứng yêu cầu hội nhập khu vực và quốc tế, hướng tới tham gia vào thị trường trái phiếu Châu Á.

Năm là, bảo đảm hài hòa quyền lợi của các thành viên tham gia thị trường, đặc biệt là quyền về thông tin.

3.2.2.3. Định hướng phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam đến 2020

Định hướng phát triển thị trường trái phiếu phải nằm trong định hướng chung về phát triển thị trường tài chính và nó gắn chặt với mục tiêu phát triển kinh tế xã hội nói chung [57]. Hệ thống thị trường tài chính phải chú trọng phát triển nguồn vốn trung và dài hạn. Đa dạng hoá các công cụ của thị trường tài chính đảm bảo khai thông luồng luân chuyển của các nguồn vốn. Đảm bảo vận hành an toàn, lành mạnh, hiệu quả thị trường chứng khoán và thị trường tiền tệ.

Thị trường chứng khoán sẽ giúp cho Chính Phủ và khu vực tư nhân có thể huy động vốn dài hạn một cách hiệu quả bên cạnh các kênh huy động vốn khác. Thị trường trái phiếu bao gồm cả trái phiếu doanh nghiệp sẽ thu hút các nhà đầu tư và các tổ chức đầu tư muốn phòng hộ rủi ro. Vì vậy thị trường trái phiếu phải gắn chặt và giữ vai trò quan trọng trong thị trường chứng khoán, đặc biệt là trong giai đoạn mới thiết lập; xây dựng thị trường giao dịch chứng khoán tập trung qua Sở giao dịch chứng khoán và thị trường phi tập trung (thị trường OTC). Dựa trên dự báo định hướng phát triển thị trường chứng khoán giai đoạn 2010-2020, khối lượng huy động vốn qua phát hành trái phiếu trong những năm tới sẽ chiếm khoảng 40% - 45% GDP tạo mức độ an toàn cho nền kinh tế.

Thị trường trái phiếu cần phải phát triển tương xứng với đòi hỏi của nền kinh tế, đáp ứng nhu cầu về vốn trong giai đoạn công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước. Chiến lược phát triển tổng thể của thị trường trái phiếu dựa trên các yếu tố sau:

Thứ nhất là mục tiêu phát triển của thị trường cần phân định rõ giữa mục tiêu trung hạn và mục tiêu dài hạn, trước hết là việc huy động vốn phải đáp ứng đủ nhu cầu về vốn phục vụ phát triển kinh tế - xã hội đất nước theo định hướng chung với chi phí thấp nhất.

Thứ hai là phát triển thị trường sơ cấp và thứ cấp. Trong giai đoạn đầu cần tập trung xây dựng kế hoạch phát hành thường xuyên và hợp lý số lượng trái phiếu Chính Phủ ra thị trường (ưu tiên phát hành trái phiếu bằng đồng nội tệ), trong đó đặc biệt chú ý đến các phương thức phát hành hiện đại theo hình thức bán buôn để thúc đẩy giao dịch trên thị trường thứ cấp; việc hình thành và phát triển thị trường thứ cấp phải chú ý cả ở thị trường tập trung và phi tập trung. Trên cơ sở phát triển thị trường TPCP, xây dựng được đường cong lãi suất chuẩn làm nền tảng cho các trái phiếu khác cùng phát triển.

Thứ ba là xây dựng chiến lược quản lý nợ tốt, nâng cao hiệu quả và tính thanh khoản của trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp; Lịch phát hành trái phiếu Chính Phủ phải được công bố rõ ràng, tạo ra chuẩn mực cho thị trường bằng cách tái phát hành một cách có hệ thống trái phiếu có cùng ngày đáo hạn.

Thứ tư là tăng cường xây dựng và liên kết với các tổ chức định mức tín nhiệm để tăng tính minh bạch về thông tin của chủ thể phát hành trái phiếu, nhằm tạo điều kiện cho các nhà đầu tư trong có những thông tin cần thiết khi đưa ra quyết định đầu tư của mình.

Thứ năm là có kế hoạch xây dựng một khung pháp lý đồng bộ nhằm huy động được một cách có hiệu quả các nguồn vốn và tạo điều kiện để thu hút được nhiều đối tượng thuộc mọi thành phần kinh tế tham gia vào thị trường trái phiếu.

3.3. GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM ĐẾN 2020

Với quan điểm định hướng phát triển thị trường trái phiếu, tác giả đưa ra hệ thống giải pháp phát triển thị trường dựa trên quan điểm ưu tiên phát triển thị trường TPCP với các luận điểm đã trình bày ở phần trên. Việc phát triển thị trường TPCP là tất yếu trong tiến trình phát triển thị trường trái phiếu nói chung. Trong điều kiện hệ thống tài chính chưa xác định rõ sẽ huy động vốn qua thị trường chứng khoán hay ngân hàng là chủ yếu thì việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ là bước phát triển tiếp theo. Thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển với việc phát hành đều đặn các kỳ hạn khác nhau sẽ giúp hình thành đường cong lãi suất chuẩn. Khi Chính Phủ từng bước thực hiện tự do hóa lãi suất để lãi suất hình thành theo cơ chế thị trường thì thị trường trái phiếu doanh nghiệp tất yếu sẽ phát triển.

3.3.1. Nhóm giải pháp vĩ mô

3.3.1.1. Tiếp tục đổi mới một cách toàn diện về tư duy kinh tế, cơ chế chính sách, vai trò quản lý và điều hành vĩ mô của Nhà nước

Trong giai đoạn hiện nay Chính Phủ đang thực hiện các công cụ áp chế tài chính để vượt qua khủng hoảng, đó là áp dụng hạn mức tín dụng, dự trữ bắt buộc và trần lãi suất, do vậy làm cho thị trường trái phiếu không phản ánh đúng bản chất thực vốn có của nó. Trong hai năm 2008- 2009, thị trường phát hành trái phiếu Chính Phủ được đánh giá là không thành công, trong khi đó, năm 2009 thị trường trái phiếu doanh nghiệp lại có phần sôi động. Hiện tượng này có thể được

giải thích bởi nguyên nhân từ chính sách tiền tệ mở rộng trong năm 2006 và 2007. Giai đoạn này các dòng vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam khiến thị trường chứng khoán nóng lên cùng với chính sách mở rộng cung tiền của Chính Phủ. Một hệ quả tất yếu là lạm phát đã diễn ra trong năm 2008. Để giảm lạm phát Chính Phủ thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ và áp chế tài chính. Chính những điều này làm giảm đầu tư công nên lượng tiền từ phát hành trái phiếu Chính Phủ trong giai đoạn trước không được giải ngân hết. Vì vậy, có thể nói Chính Phủ không có áp lực phát hành trái phiếu trong thời gian vừa qua. Trong khi đó với việc áp dụng trần lãi suất và hạn mức tín dụng của Chính Phủ, các doanh nghiệp cần vốn đầu tư đã thực hiện việc phát hành trái phiếu để “lách” hạn mức tín dụng. Vì thực tế cho thấy, đối tượng mua trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu là các ngân hàng. Tuy nhiên khi nền kinh tế phục hồi, cần cân nhắc dự báo một cách khoa học về nhu cầu phát hành trái phiếu Chính Phủ để tài trợ bội chi ngân sách do đầu tư cho tăng trưởng phục hồi. Việc lựa chọn các nguồn khác để bù đắp cho bội chi ngân sách như: mở rộng cung tiền, vay nợ nước ngoài bên cạnh phát hành trái phiếu cũng cần cân nhắc đến những nguy cơ lạm phát cao, tỷ giá hối đoái biến động sẽ tạo áp lực lên nền kinh tế. Để tạo lập môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, cần có chính sách kinh tế, chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa phù hợp trong từng giai đoạn phát triển. Đối với Việt Nam, trong điều kiện hiện nay, để ổn định môi trường kinh tế vĩ mô, cần thực hiện các vấn đề sau:

- Tăng cường đổi mới về tư duy, đường lối phát triển kinh tế. Đây là việc làm vô cùng quan trọng, vì thực tế cho thấy trong 23 năm đổi mới Việt Nam đã đạt được những thành tựu về kinh tế vô cùng quan trọng tạo cho đất nước những bước phát triển vượt bậc về kinh tế. Tuy nhiên do việc phát triển theo chiều rộng dựa vào việc sử dụng quá nhiều nguồn tài nguyên thiên nhiên, lao động có trình độ thấp, chú trọng việc thu hút nguồn vốn từ bên ngoài (FDI) và hướng về xuất khẩu đã làm cho Việt Nam rất khó chống đỡ với những biến động lớn khi nó xảy ra, điển hình là cuộc khủng hoảng kinh tế vừa qua. Do vậy, trong giai đoạn tới cần đổi mới về tư duy phát triển kinh tế, đặc biệt chú trọng phát triển theo chiều

sâu và cần chuyển dịch trọng tâm từ các chỉ tiêu tăng trưởng định lượng với mục tiêu tối đa hóa tốc độ tăng trưởng sang chất lượng tăng trưởng và phân phối lại thu nhập. Cần chú trọng đầu tư phát triển các ngành tạo ra giá trị gia tăng cao, nâng cao trình độ đội ngũ lao động, tạo ra nguồn nhân lực có chất lượng cao có thể đáp ứng yêu cầu sử dụng các công nghệ mới và hiện đại; có chiến lược kết hợp hài hòa trong việc thu hút nguồn vốn bên ngoài cũng như bên trong để phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng và phát triển gắn với công bằng xã hội và bảo vệ môi trường.

- Xây dựng nhà nước pháp quyền với mục tiêu thực hiện tốt khẩu hiệu: “Dân giàu, nước mạnh, xã hội công bằng, dân chủ và văn minh”. Thực hiện tốt công tác chống tham nhũng, lãng phí các nguồn lực của đất nước, đặc biệt là nguồn lực về tài chính. Thực tế cho thấy, việc đầu tư giàn trải, lãng phí, giải ngân chậm và sự tham nhũng các nguồn vốn nhất là các nguồn vốn từ trái phiếu Chính Phủ không những làm cho kinh tế - xã hội không thể phát triển theo như mong muốn mà còn làm cho việc trả nợ hay việc tiếp tục thực hiện vay bằng phát hành trái phiếu của Chính Phủ gặp rất nhiều khó khăn.

- Tái cơ cấu lại nền kinh tế nhằm mục tiêu tăng trưởng bền vững và nâng cao năng lực cạnh tranh của nền kinh tế là hết sức cần thiết, đặc biệt sau khủng hoảng và suy thoái kinh tế toàn cầu. Một trong những vấn đề nổi lên trong bối cảnh này bao gồm:

+ Định hướng lại các mẫu hình sản xuất nhằm vào khả năng thương mại trong khu vực và cầu nội địa;

+ Nâng cao chuỗi giá trị trong công nghiệp, thông qua hợp nhất các khu vực sản xuất khác nhau và ứng dụng các công nghệ giảm tiêu thụ năng lượng cũng như sử dụng tài nguyên thiên nhiên.

+ Nhận thức được các vấn đề sinh thái liên quan đến tăng trưởng trước đây và đảm bảo rằng các mẫu hình đầu tư và tiêu dùng trong tương lai làm ô nhiễm, bảo vệ tài nguyên thiên nhiên và gìn giữ bảo vệ môi trường;

+ Giảm bớt mức độ phụ thuộc vào vốn nước ngoài bằng cách tạo ra tỷ lệ tiết kiệm nội địa cao hơn;

- Tăng cường và nâng cao chất lượng thể chế là hết sức cần thiết đối với Việt Nam trong giai đoạn tới, do nguyên nhân sâu xa của tăng trưởng kinh tế chính là thể chế, các nhân tố vốn hay kỹ thuật chỉ là yếu tố trung gian. Trong một đất nước mà khung thể chế yếu kém đầu tư sẽ tốn chi phí cao hơn, rủi ro cao hơn. Theo các nghiên cứu về thể chế ở các nước Đông Á giai đoạn 1982 – 1997, các khu vực có chất lượng thể chế tốt là những khu vực tăng trưởng nhanh nhất (Singapore, Hongkong và Taiwan) và những khu vực có chất lượng thể chế thấp là những khu vực tăng trưởng chậm nhất (Philippines, Indonesia). Nếu không nâng cao chất lượng thể chế thì Việt Nam khó có thể duy trì tốc độ tăng trưởng trong dài hạn.

- Thực hiện chính sách kinh tế nhất quán, đối xử bình đẳng với tất cả các khu vực kinh tế. Trong giai đoạn này cần quan tâm hơn nữa phát triển khu vực kinh tế tư nhân, tạo điều kiện và môi trường thuận lợi để thành phần kinh tế này phát triển. Nhà nước cần tạo môi trường sản xuất kinh doanh ổn định thông qua hệ thống luật pháp, có chính sách khuyến khích cũng như khơi dậy tiềm năng về vốn để phát huy năng lực sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp.

- Có chiến lược cụ thể cho từng giai đoạn nhằm thực hiện tốt chính sách tài chính – tiền tệ, thực hiện mục tiêu thúc đẩy sản xuất phát triển, huy động và sử dụng hiệu quả các nguồn lực, tăng tích lũy từ nội bộ nền kinh tế để tạo vốn cho đầu tư phát triển, đáp ứng những nhu cầu chi thường xuyên thật sự cần thiết, cấp bách; bảo đảm quản lý thống nhất nền tài chính quốc gia, giảm bội chi ngân sách, không chế và kiểm soát lạm phát.

- Xây dựng và phát triển đồng bộ các loại thị trường hàng hóa – dịch vụ, mở rộng thị trường lao động, tổ chức thị trường khoa học – công nghệ, phát triển nhanh và bền vững thị trường vốn. Cải thiện cán cân thanh toán quốc tế và tăng cường tích lũy ngoại tệ cho nền kinh tế để ổn định tỷ giá hối đoái, tăng sức mua của đồng tiền trong nước, nâng cao mức độ tín nhiệm của nền kinh tế quốc dân.

- Tiếp tục hoàn thiện, nâng cao năng lực, hiệu quả quản lý kinh tế của nhà nước trên cơ sở thiết lập khuôn khổ luật pháp, khắc phục hạn chế và kiểm soát toàn bộ hoạt động kinh tế - xã hội; triển khai thực hiện kế hoạch tổng thể về cải cách hành chính nhà nước, phân định rõ chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của các Bộ, ngành, các cấp chính quyền từ trung ương đến địa phương, tránh tình trạng can thiệp quá sâu vào chức năng quản trị kinh doanh và quyền tự chủ hạch toán của các chủ thể kinh doanh trong nền kinh tế.

Các nhà kinh tế học chỉ ra ba nguồn cơ bản của tăng trưởng kinh tế: tăng lao động, tăng vốn, và tăng tính hiệu quả của việc sử dụng vốn và lao động. Trữ lượng vốn tăng thông qua việc tăng đầu tư. Tính hiệu quả của nguồn vốn gia tăng khi nó được sử dụng một cách hợp lý tránh thất thoát tham nhũng. Các giải pháp trên đây nhằm đạt mục tiêu huy động và sử dụng hiệu quả nguồn vốn nợ Chính Phủ và nợ doanh nghiệp cho đầu tư phát triển .

3.3.1.2. Đổi mới và nâng cao nhận thức về tái cấu trúc thị trường tài chính và tăng hiệu quả của thị trường trái phiếu

Hiện tại thị trường tài chính Việt Nam quá phụ thuộc vào thị trường tín dụng, là thị trường không hiệu quả do hạn chế về thời gian luân chuyển vốn, cơ chế phân phối vốn không hiệu quả (do quy luật số lớn chuyển thời hạn vốn và cơ chế sàng lọc phân phối vốn). Hơn nữa thị trường tín dụng có thông tin và sự cạnh tranh không hoàn hảo (ở Việt Nam đang mang tính độc quyền nhóm) và vai trò Nhà nước can thiệp vào thị trường này còn lớn dẫn tới không có sự công bằng trong tích tụ, tập trung và phân phối vốn.

Thị trường chứng khoán là nơi có thể đạt được mức độ tập tích tụ, tập trung và phân phối cao hơn. Trong đó, nếu so sánh giữa thị trường trái phiếu và thị trường vốn cổ phần, thị trường trái phiếu có mức độ hoàn hảo hơn, có cơ chế ràng buộc lợi ích tốt hơn và có chi phí vốn thấp hơn. Thêm vào đó, thị trường này lại dành cho các nhà đầu tư lớn, nhà đầu tư có tổ chức nên có mức độ chuyên môn hóa cao. Ở các nước có thị trường tài chính phát triển, thị trường trái phiếu có quy mô rất lớn.

Do vậy, việc đổi mới và nâng cao nhận thức nhằm tái cấu trúc thị trường tài chính và tăng hiệu quả thị trường là vô cùng quan trọng. Cụ thể là:

- Cần nhận thức rõ phát triển thị trường trái phiếu không chỉ là giải pháp quan trọng trong tích tụ, tập trung phân phối vốn cho tăng trưởng kinh tế mà còn thực hiện tái cấu trúc nhằm tăng hiệu quả của thị trường tài chính cũng như tăng hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Bởi lẽ thị trường tài chính bao gồm thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần, trong đó trái phiếu được xem là công cụ có rủi ro thấp, do vậy, chi phí vốn nhỏ. Phát triển thị trường trái phiếu, đặc biệt là thị trường TPDN làm giảm chi phí vốn cho nền kinh tế, từ đó tăng cơ hội và hiệu quả của đầu tư.

- Đổi mới nhận thức về cơ cấu vốn đối với DNVN. Hiện nay, cơ cấu tài chính của các doanh nghiệp còn bất hợp lý, phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn tín dụng (đặc biệt là vốn ngắn hạn). Điều này không chỉ làm tăng rủi ro với doanh nghiệp, đặc biệt là rủi ro phá sản mà còn tăng nguy cơ đổ vỡ đối với nền kinh tế theo vòng xoáy: doanh nghiệp không có khả năng trả nợ vốn vay làm cho ngân hàng bị phá sản và điều này sẽ dẫn đến khủng hoảng kinh tế.

- Thực hiện lỏng hoá nợ như chứng khoán hoá các khoản nợ, tăng tính thanh khoản của thị trường, từ đó, dễ dàng hơn trong kiểm soát nợ của doanh nghiệp cũng như nợ quốc gia, giảm thiểu rủi ro và chi phí cho nền kinh tế.

3.3.1.3. Thực hiện việc xác định nhu cầu phát hành trái phiếu Chính Phủ thông qua việc dự báo về bội chi ngân sách

Theo lý thuyết của Keynes và lý thuyết kinh tế phát triển đã trình bày trong phần quan điểm về phát triển thị trường trái phiếu cho thấy để đạt được một mức độ tăng trưởng GDP trong mỗi thời kỳ thì nền kinh tế cần có thêm đầu tư mới ngoài phần tái đầu tư. Phần đầu tư mới này bao gồm đầu tư công và đầu tư khu vực tư nhân. Điều này dẫn đến thâm hụt ngân sách tăng thêm. Phần thâm hụt này sẽ được bù đắp bằng vay nợ của Chính Phủ trong đó có nguồn huy động thông qua phát hành trái phiếu Chính Phủ. Chính vì vậy việc dự báo thâm hụt

ngân sách trên cơ sở của mục tiêu tăng trưởng GDP trong mỗi giai đoạn là hết sức cần thiết. Trên cơ sở của lượng thâm hụt ngân sách được dự báo có thể đưa ra kế hoạch phát hành trái phiếu Chính Phủ đều đặn, theo lộ trình sau khi đã cân đối với nguồn vốn ODA và các nguồn viện trợ khác. Việc dự kiến các nguồn bù đắp thâm hụt ngân sách và phát hành trái phiếu Chính Phủ có kế hoạch sẽ không làm thay đổi kỳ vọng của dân chúng cũng như ảnh hưởng đến đầu tư khu vực tư. Từ đó chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ có thể vận hành đồng bộ theo định hướng tránh các cú sốc có thể gây tổn thương cho nền kinh tế. Dự báo bội chi ngân sách trên cơ sở mô hình đã nêu ở phần 3.2.2.1:

Thay đổi GDP = (thay đổi khoản chi tiêu thâm hụt của Chính Phủ) * Số nhân thu nhập.

Trên cơ sở số liệu về GDP và bội chi ngân sách trong giai đoạn 1995 – 2008 của Việt Nam sẽ ước lượng được số nhân thu nhập. Số nhân thu nhập phản ánh hành vi của nền kinh tế. Với số nhân thu nhập được ước lượng và các chỉ tiêu về tăng trưởng GDP trong tương lai có thể dự báo được các mức bội chi ngân sách (thâm hụt ngân sách). Kết quả ước lượng mô hình như sau:

Dependent Variable: TDGDP

Method: Least Squares

Date: 15/11/10 Time: 11:15

Sample (adjusted): 2 12

Included observations: 11 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TDBCNS1(-1)	13.12670	2.399881	5.469729	0.0003
R-squared	-0.056010	Mean dependent var		79.27073
Adjusted R-squared	-0.056010	S.D. dependent var		46.36533
S.E. of regression	47.64611	Akaike info criterion		10.65199
Sum squared resid	22701.51	Schwarz criterion		10.68816
Log likelihood	-57.58593	Hannan-Quinn criter.		10.62919
Durbin-Watson stat	1.925533			

Bảng 3.1. Thay đổi GDP và Bội chi ngân sách

Năm	Thay đổi bội chi ngân sách (TDBCNS)	Thay đổi GDP (TDGDP)
1996	1.16	43.144
1997	4.56	41.587
1998	3.67	47.394
1999	8.44	38.925
2000	0.73	41.704
2001	7.67	39.649
2002	2.532	54.467
2003	5.552	77.681
2004	5.66	101.864
2005	11.17	122.551
2006	5.824	136.406
2007	46.914	169.75
2008	0.22	334.681

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả)

Bảng 3.2. Tình hình thu – chi và BCNS Việt Nam 1995 - 2008

Chỉ tiêu	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Tổng thu ngân sách	53.37	62.39	65.35	72.96	78.49	90.75	103.89	123.86	152.27	190.93	228.287	279.47	281.9	399.0
Tổng chi ngân sách	62.68	70.54	78.06	82	95.97	108.96	129.77	148.21	181.18	214.18	262.697	308.058	357.4	474.28
Bội chi ngân sách	-9.31	-8.15	-12.71	-9.04	-17.48	-18.21	-25.88	-24.35	-28.91	-23.248	-34.41	-28.59	-75.5	-75.29
GDP (giá HH)	228.892	272.04	313.623	361.017	399.942	441.646	481.295	535.762	613.443	715.307	837.858	974.264	1144.01	1478.695
Hệ số điều chỉnh GDP	1.17	1.27	1.36	1.48	1.56	1.61	1.65	1.71	1.83	1.97	2.14	2.29	2.48	3.02

(Nguồn: Tổng cục thống kê và theo tính toán của tác giả)

Trong đó biến: TDGDP là thay đổi GDP

TDBCNS là thay đổi bội chi ngân sách

Trong mô hình này chúng ta quan tâm đến độ trễ của chính sách tài khóa theo hướng chủ động. Nghĩa là Chính phủ chủ động tăng chi tiêu trong thời kỳ trước theo các dự án đã hoạch định thì sẽ có tác động đến mức tăng trưởng trong năm sau. Chính vì vậy biến TDBCNS trong hồi quy là biến trễ một thời kỳ (TDBCNS(-1)). Ước lượng mô hình này sẽ thu được các tham số dùng cho việc dự báo thâm hụt ngân sách giai đoạn 2010 - 2020. Việc dự báo thực hiện theo

quan điểm chính sách chủ động tức là việc bội chi ngân sách sẽ được chủ động dự kiến trước một thời kỳ nhằm để thúc đẩy đạt được mức độ tăng trưởng thời kỳ sau theo hoạch định chính sách trong giai đoạn 2010 - 2020.

Hệ số nhân thu nhập được ước lượng từ kết quả trên là 13,1267, mức ý nghĩa (mức sai lầm) là 0.0003 cho thấy hệ số này có ý nghĩa thống kê chặt chẽ. Từ hệ số nhân thu nhập cho thấy tỷ lệ tăng nợ chính phủ so với tỷ lệ tăng GDP $1/13,127=7,62\%$. Đây là kết quả hợp lý với việc trong giai đoạn vừa qua Chính phủ cố gắng duy trì mức nợ công tăng thêm/GDP tăng thêm ở mức kỳ vọng từ 5% đến dưới 10%. Với mục tiêu này có thể giảm tỷ lệ nợ công/GDP theo thời gian về mức an toàn (hiện nay nợ công/GDP của Việt Nam khoảng 47,5%). Theo lý thuyết kinh tế phát triển thì đó là tỷ lệ khá an toàn cho các quốc gia đang phát triển. Vậy trong giai đoạn 1995 đến 2008 nếu muốn thay đổi 100USD GDP thì khoản chi tiêu thâm hụt của Chính Phủ sẽ thay đổi là $100/13,127=7,62$ USD. Đây là mức thâm hụt được quy về giá cố định. Bước tiếp theo sẽ dự báo hệ số điều chỉnh GDP theo mô hình xu thế thời gian và mô hình san mũ Holt-Winters. Việc dự báo hệ số điều chỉnh này sẽ giúp đưa ra các mức thâm hụt dự kiến trong giai đoạn 2010-2020 theo giá hiện hành. Dựa vào mức thâm hụt dự kiến theo giá hiện hành sẽ giúp cho việc xác định khối lượng trái phiếu Chính phủ theo lộ trình.

Sau đây là kết quả của mô hình xu thế thời gian của hệ số điều chỉnh GDP

Dependent Variable: HSDCG
Method: Least Squares
Date: 15/11/09 Time: 19:30
Sample: 1995 2008
Included observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
t	0.116703	0.010895	10.71132	0.0000
C	1.064896	0.083333	12.77880	0.0000
R-squared	0.905312	Mean dependent var		1.823465
Adjusted R-squared	0.897422	S.D. dependent var		0.513100
S.E. of regression	0.164335	Akaike info criterion		-0.642257
Sum squared resid	0.324071	Schwarz criterion		-0.550963
Log likelihood	6.495801	Hannan-Quinn criter.		-0.650708
F-statistic	114.7324	Durbin-Watson stat		0.626929
Prob(F-statistic)	0.000000			

Trong đó: HSDCG là biến Hệ số điều chỉnh giá

t là biến xu thế thời gian;

C là hệ số chặn

Kết quả thu được

$$\text{HSDCG} = 0.116703002505 * t + 1.06489574299$$

Các hệ số 0,116 và 1,0648 đều có ý nghĩa thống kê cho thấy hệ số điều chỉnh có xu thế tăng theo thời gian rất chặt chẽ. Vì vậy để dự báo hệ số điều chỉnh GDP trong giai đoạn 2010-2020 sẽ dùng mô hình san mũ có tính đến xu thế thời gian trên chuỗi hệ số điều chỉnh GDP giai đoạn 1995-2008. Đây là mô hình san mũ Holt-Winters, mô hình sử dụng phương pháp trung bình di động (trung bình trượt) trên chuỗi có xu thế thời gian và dùng giá trị ước lượng trung bình hiện tại và giá trị ước lượng xu thế để dự báo các giá trị của chuỗi trong tương lai.

Kết quả của mô hình Holt-Winters được ước lượng như sau

Date:	15/11/09	Time:	15:21
Sample:	1995 2008		
Included observations:	14		
Method:	Holt-Winters No Seasonal		
Original Series:	HSDCG		
Forecast Series:	HSDCGSM		
<hr/>			
Parameters:	Alpha		1.0000
	Beta		1.0000
	Sum of Squared Residuals		0.010859
	Root Mean Squared Error		0.028901
<hr/>			
End of Period Levels:	Mean		2.479441
	Trend		0.187594
<hr/>			

Trong đó: HSDCGSM là biến Hệ số điều chỉnh giá đã san mũ

Dùng kết quả này để sử dụng cho dự báo HSDCG từ năm 2010 – 2020

Với dự kiến về GDP trong giai đoạn 2010 – 2020, có thể đưa ra bảng kết quả dự báo về bội chi ngân sách theo mô hình trên (với hệ số nhân thu nhập là 13,1267) như sau:

Bảng 3.3. Dự báo một số chỉ tiêu về GDP của Việt Nam đến 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tăng GDP (%) (Dự kiến)	5.32	6	6.5	6.7	7	7.2	7.5	8	8.5	9	9.5	10
GDP (giá CD)	515.909	546.864	582.410	621.431	664.931	712.806	766.267	827.568	897.911	978.723	1071.702	1178.872
Hệ số điều chỉnh GDP dự báo	3.204723	3.392317	3.579911	3.767505	3.955099	4.142693	4.330287	4.517881	4.705475	4.893069	5.080663	5.268257
GDP (giá HH)	1653.35	1855.13	2084.97	2341.24	2629.87	2952.94	3318.16	3738.85	4225.10	4788.96	5444.96	6210.60
Thay đổi GDP	174.650	201.79	229.84	256.27	288.62	323.07	365.22	420.70	486.25	563.86	656.00	765.65
Chênh lệch thâm hụt	15.37	17.51	19.52	21.99	24.61	27.82	32.05	37.04	42.96	49.97	58.33	
Thâm hụt	115.9	133.41	152.93	174.92	199.53	227.35	259.40	296.45	339.40	389.37	447.70	
Tỷ lệ thâm hụt NS/GDP	7.0	7.2	7.3	7.5	7.6	7.7	7.8	7.9	8.0	8.1	8.2	

(Nguồn: tính toán của tác giả)

Trong đó:

$$\text{GDP ước tính} = \text{GDP}_{\text{năm trước}} * (1 + \text{Tốc độ tăng GDP dự kiến})$$

Tốc độ tăng GDP dự kiến được lấy dựa theo các chỉ tiêu dự kiến về tăng trưởng cho đến 2020 theo hoạch định của Chính phủ.

$$\text{Chênh lệch thâm hụt Ngân sách} = \text{Thay đổi GDP/hệ số thu nhập}$$

$$\text{Thâm hụt Ngân sách} = \text{Thâm hụt Ngân sách}_{\text{năm trước}} + \text{Chênh lệch thâm hụt Ngân sách}$$

Trong bảng kết quả dự báo trên cho thấy tỷ lệ thâm hụt ngân sách /GDP vẫn được khống chế dưới 10%. Kết quả dự báo đã cho thấy tính phù hợp thực tiễn trong năm 2009 đã công bố về GDP và tỷ lệ thâm hụt ngân sách thực tế là 6.9%.

Với các dự báo về các chỉ tiêu đã nêu ở trên, có thể dùng để làm cơ sở hoạch định lộ trình phát hành trái phiếu Chính Phủ. Các số dự báo trên chỉ có tính chất tham khảo về thâm hụt ngân sách đến năm 2020 (theo giá thực tế) để các nhà hoạch định có thể làm cơ sở quyết định lượng cung trái phiếu Chính Phủ cho từng thời kỳ một cách hợp lý. Tùy theo tình hình đầu tư của giai đoạn tới, trên cơ sở đã nắm được nguồn ODA, Chính Phủ có thể đưa ra các kỳ hạn hợp lý (trung hạn hoặc dài hạn), đồng thời phải xây dựng kế hoạch chi tiết phát hành trái phiếu mới cho khớp với các trái phiếu đến thời gian đáo hạn để đảm bảo bù đắp và không làm cho thâm hụt ngân sách không bị tăng lên.

Cũng từ dự báo này kết hợp với ước tính thị trường trái phiếu nói chung chiếm 40%-45% GDP thì thị trường nợ vay và trái phiếu doanh nghiệp sẽ chiếm khoảng 33%-37% GDP. Đây cũng là thông tin để ước tính quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Tuy nhiên cũng có thể nhận thấy trong dự báo trên tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP có xu hướng tăng lên. Chính vì vậy Chính phủ cần xem xét việc quản lý đầu tư khu vực công trong giai đoạn tới thật hiệu quả để đẩy mạnh hơn tốc độ tăng trưởng GDP. Điều này sẽ giúp cho việc khống chế tỷ lệ thâm hụt/GDP ở giai đoạn sau về mức an toàn là 5%. Để đạt được mục tiêu này Chính phủ cần xem xét đến vấn đề thúc đẩy tăng trưởng nội sinh thông qua việc định hướng điều chỉnh cơ cấu đầu tư của nền kinh tế về mức hợp lý và hiệu quả. Bên cạnh đó tận dụng và nâng cao chất lượng nguồn vốn nhân lực để không phải tăng thêm tỷ lệ đầu tư vốn.

3.3.1.4. Hoàn thiện khung pháp lý

Xây dựng một hệ thống các quy định pháp luật thống nhất là điều kiện tiên quyết để thực hiện các giải pháp nhằm hoàn thiện thị trường trái phiếu. Việc xây dựng khung pháp lý cho thị trường trái phiếu, trong thời gian tới cần tập trung vào việc hoàn thiện khung khổ pháp lý cho thị trường chứng khoán, cho hoạt động phát hành và giao dịch trái phiếu. Xây dựng hành lang pháp lý cho thị trường chứng khoán hoạt động là nhân tố quan trọng tạo nên sự ổn định của thị trường, tránh những bất ổn và gian lận trong hoạt động giao dịch chứng khoán nói chung và trái phiếu nói riêng. Mặc dù Luật Chứng khoán đã ra đời nhưng vẫn cần tiếp tục phải hoàn thiện trong thời gian tới. Hiện tại các vấn đề về pháp lý liên quan đến thị trường vẫn còn nhiều bất cập cần giải quyết như:

Một là, hiện tại hoạt động của thị trường phi tập trung chưa được đề cập trong Luật Chứng khoán làm cho các đối tượng tham gia thị trường luôn đứng trước nguy cơ phải gánh chịu rủi ro vì không được bảo vệ bởi bất kỳ khung pháp lý nào. Do đó, cần có các quy định pháp lý rõ ràng để bảo vệ các đối tượng tham gia thị

trường này. Ví dụ như trong Luật Chứng khoán cần quy định rõ đối tượng được phép thành lập, thủ tục thành lập, cơ cấu điều hành Trung tâm OTC...

Hai là, hiện tại Việt Nam có 2 SGDCK, tuy nhiên trong nhiều văn bản vẫn sử dụng cụm từ “Trung tâm giao dịch” do vậy cần phải chỉnh sửa cho đồng bộ về mặt thuật ngữ. Bên cạnh đó, cần thống nhất sử dụng khái niệm “Sở giao dịch chứng khoán” đối với thị trường chứng khoán tập trung để phù hợp với tình hình thực tế hiện nay ở Việt Nam.

Ba là, một số văn bản dưới Luật liên quan tới trái phiếu được ban hành thời gian trước vẫn còn hiệu lực (như nghị định 141/2003/NĐ-CP và Nghị định 52/2006NĐ-CP). Do vậy để đảm bảo tính thống nhất cần có sự bổ sung và sửa đổi cho phù hợp với điều kiện mới.

Bốn là, tại Việt Nam hiện nay các NHTM hoạt động theo mô hình đa năng một phần, do vậy các ngân hàng không được tham gia đầy đủ vào thị trường trái phiếu mà chỉ là thành viên đặc biệt. Trong khi đó, để thị trường trái phiếu Việt Nam phát triển cần tăng cường hoạt động của các NHTM trên thị trường. Do vậy, cần xem xét lại quy định về mô hình kinh doanh chứng khoán nhằm cho phép các NHTM được tham gia đầy đủ vào thị trường trái phiếu, đặc biệt là hoạt động tạo lập thị trường và đấu thầu, bảo lãnh phát hành trái phiếu...

Năm là, thực hiện bổ sung các quy định về bảo vệ lợi ích cho các nhà đầu tư thiểu số và có các quy định và biện pháp xử lý nghiêm các hành vi làm ảnh hưởng tới quyền lợi của nhà đầu tư như các giao dịch nội gián hay các hành vi thao túng thị trường...

Sáu là, để thị trường từng bước hoàn thiện và phát triển cần ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về các nhà tạo lập thị trường, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm từ đó tạo điều kiện cho các công ty định mức tín nhiệm trong nước ra đời, vừa tạo điều kiện để thu hút sự tham gia của các công ty, tổ chức uy tín trên thế giới tham gia vào thị trường Việt Nam. Hoàn thiện khung pháp lý cho các hoạt động repo và phái sinh khác...

Bây là, trong quá trình hoàn thiện hệ thống các quy định pháp luật cần có sự phân định rõ trách nhiệm của các cấp, các ngành đối với việc quản lý, giám sát hoạt động vay nợ của Nhà nước thông qua phát hành trái phiếu Chính Phủ: ví dụ như trách nhiệm của Quốc hội trong việc giám sát tổng mức nợ quốc gia, phê chuẩn mức vay nợ hàng năm và quyết định các công trình trọng điểm quốc gia cần huy động vốn bằng nguồn phát hành trái phiếu; trách nhiệm của Chính Phủ trong việc thống nhất quản lý các khoản vay nợ của Nhà nước; trách nhiệm của Bộ Tài chính trong việc tổ chức phát hành, sử dụng vốn và thanh toán trái phiếu khi đến hạn, thẩm định phương án phát hành trái phiếu; trách nhiệm của NHNN trong việc quản lý hoạt động của các tổ chức tài chính; trách nhiệm của UBCKNN trong việc quản lý hoạt động của thị trường chứng khoán; trách nhiệm của các tổ chức định mức tín nhiệm; các tổ chức kiểm toán...; trách nhiệm của các Bộ, ngành liên quan trong việc phối hợp phát triển thị trường trái phiếu nói riêng và thị trường vốn nói chung.

3.3.1.5. Nâng cao chất lượng công tác kế hoạch hoá trong công tác huy động vốn thông qua hình thức phát hành trái phiếu đặc biệt là trái phiếu Chính Phủ

Đối với Chính Phủ, công tác kế hoạch hoá cần được hiểu là sự kết hợp của công tác dự báo, xây dựng kế hoạch chiến lược trong huy động các nguồn vốn và thành lập cơ quan quản lý nợ quốc gia. Cơ quan này sẽ có nhiệm vụ phối hợp với các Bộ, ngành có liên quan (Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài chính, Bộ Tư pháp, Ngân hàng Nhà nước,...) trong việc xây dựng kế hoạch huy động vốn cho đầu tư phát triển, phù hợp với nhu cầu đầu tư của Nhà nước và khả năng thị trường, bảo đảm sử dụng vốn hiệu quả, tiết kiệm chi phí cho ngân sách nhà nước.

Công tác dự báo và xây dựng kế hoạch chiến lược cần dựa trên các căn cứ sau:

Một là, chiến lược phát triển kinh tế - xã hội từng giai đoạn. Dựa trên tiêu chí này, xác định tổng thể nhu cầu về vốn của toàn bộ nền kinh tế quốc dân trong giai đoạn đó; trên cơ sở này cần phân định rõ cơ cấu của từng nguồn vốn trong nước cũng như ngoài nước; đồng thời dự báo tình hình tiết kiệm, đầu tư trong xã

hội cũng như quy mô của thị trường từ đó tính toán khối lượng vốn huy động qua trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu Chính Phủ.

Hai là, tình hình thực hiện và cân đối ngân sách Nhà nước. Huy động vốn qua trái phiếu Chính Phủ có nhiệm vụ hết sức quan trọng là thực hiện các kế hoạch chi cho đầu tư theo mục đích của Chính Phủ, do vậy việc lập kế hoạch, dự báo phải căn cứ vào kế hoạch và tình hình thực hiện thu, chi ngân sách để đáp ứng nhu cầu của ngân sách dành cho đầu tư phát triển của Chính Phủ qua từng giai đoạn cho phù hợp.

Ba là, nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển. Trái phiếu Chính Phủ ngoài nhiệm vụ bù đắp thiếu hụt ngân sách còn dùng để đầu tư cho một số công trình của quốc gia, vì vậy khi lập kế hoạch phải căn cứ vào nhu cầu vốn đầu tư cho các công trình đó để huy động trái phiếu đầu tư, ngoài ra còn căn cứ vào kế hoạch sử dụng vốn tín dụng của Chính Phủ để xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu Chính Phủ.

Bốn là, tình hình hoạt động của thị trường. Căn cứ vào các chỉ số hoạt động của thị trường vốn, thị trường chứng khoán cũng như khả năng cung ứng vốn đầu tư và tình hình kinh tế - xã hội để dự báo quy mô giao dịch và khả năng huy động của trái phiếu Chính Phủ.

Năm là, nhu cầu vốn thanh toán trái phiếu Chính Phủ trong năm kế hoạch. Căn cứ vào nhu cầu thanh toán trái phiếu Chính Phủ, ngân sách Nhà nước cần bố trí vốn hoặc tiếp tục phát hành mới trái phiếu để thanh toán.

Trên cơ sở các căn cứ trên, kế hoạch huy động vốn được xây dựng bao gồm: Kế hoạch huy động vốn theo khối lượng và từng loại kỳ hạn trái phiếu cho các nhu cầu khác nhau của Chính Phủ; Kế hoạch huy động vốn theo phương thức phát hành: bao gồm kế hoạch huy động vốn qua hình thức đấu thầu tại Sở GDCK Hà Nội và qua bảo lãnh phát hành.

Vấn đề đặt ra đối với Chính Phủ là kế hoạch huy động vốn phải gắn với kế hoạch sử dụng và phương án trả nợ, bảo đảm sử dụng vốn hiệu quả và có khả năng hoàn trả nợ.

Đối với các chính quyền địa phương chủ yếu phát hành trái phiếu để thực hiện đầu tư cho xây dựng cơ sở hạ tầng của mình, cần có kế hoạch huy động vốn cũng như kế hoạch sử dụng vốn được thu hồi một cách cụ thể, có khả thi để vừa có khả năng thanh toán nợ cũng như đầu tư các công trình khác. Do vậy, cần thành lập một đơn vị quản lý vốn trái phiếu để đảm bảo thanh toán nợ vay khi trái phiếu đến hạn. Điều này có nghĩa là thông qua cơ chế kinh doanh của công ty cổ phần đầu tư cơ sở hạ tầng thực hiện việc sử dụng vốn trái phiếu một cách có hiệu quả nhất

Đối với các doanh nghiệp cần xây dựng chiến lược phát triển dài hạn, đồng thời, phải xác định nhu cầu vốn cho từng dự án cụ thể. Xác định nhu cầu và mục đích huy động vốn, thực hiện tốt việc quản lý nguồn vốn trái phiếu huy động và sử dụng một cách có hiệu quả nguồn vốn đó theo đúng mục tiêu và kế hoạch đề ra, từ đó đưa ra những hình thức trái phiếu phát hành phù hợp.

3.3.1.6. Hoàn thiện mô hình tổ chức thị trường trái phiếu

Mô hình thị trường trái phiếu Việt Nam được đề xuất xuất phát từ định hướng phát triển thị trường trái phiếu, từ đánh giá thực trạng các tiền đề hình thành và phát triển thị trường, từ kinh nghiệm của các thị trường trái phiếu của Hàn Quốc. Với quan điểm đó, mô hình thị trường trái phiếu Việt Nam được đề xuất cụ thể như sau:

- Về hàng hoá của thị trường:

Thị trường trái phiếu Việt Nam được thiết lập cho phát hành và giao dịch trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp kể cả trái phiếu chuyển đổi. Trước mắt, cần tập trung phát triển mạnh thị trường trái phiếu Chính Phủ. Sở dĩ như vậy là do, thị trường trái phiếu Chính Phủ có quy mô rất lớn, lớn hơn nhiều so với các thị trường còn lại, đồng thời, trái phiếu Chính Phủ có độ an toàn cao, hiện chủ yếu do các trung gian tài chính nắm giữ, do vậy, dễ hơn trong việc tổ chức các hoạt động giao dịch, thanh toán, lưu ký và

công bố thông tin. Thị trường này cũng dễ dàng hơn trong việc lựa chọn phát triển các thành viên của thị trường. Mặt khác, lãi suất trái phiếu Chính Phủ thường được xem là lãi suất chuẩn cho các đối tượng phát hành khác, do vậy, phát triển thị trường trái phiếu Chính Phủ cũng là điều kiện hình thành đường cong lãi suất chuẩn, từ đó, hỗ trợ cho các đối tượng khác huy động vốn. Khi đã vận hành tốt thị trường trái phiếu Chính Phủ, thị trường trái phiếu TPCQĐP và trái phiếu doanh nghiệp sẽ là bước tiếp theo của mô hình phát triển.

- Về thị trường phát hành trái phiếu:

Một là, thị trường phát hành trái phiếu cần được hoạch định phát triển gắn với phát triển của thị trường giao dịch thứ cấp, tránh hiện tượng găm giữ trái phiếu cho tới đáo hạn như thời gian qua. Việc phát hành trái phiếu Chính Phủ cần được kế hoạch hoá chặt chẽ để đảm bảo ổn định thu chi ngân sách, đồng thời tạo điều kiện cho các thành viên, các nhà đầu tư chủ động tham gia, cũng như dễ dàng hơn trong việc thiết lập đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường. Dựa trên kế hoạch trả nợ gốc, lãi trái phiếu phát hành những năm trước và nhu cầu chi tiêu của ngân sách, Bộ Tài chính mà cụ thể là Kho Bạc Nhà nước và đơn vị có liên quan cần xây dựng một cách chi tiết, cố định lịch biểu phát hành các loại trái phiếu Chính Phủ và lịch biểu này phải được công bố công khai cho các nhà đầu tư vào cuối năm trước để các nhà đầu tư có sự chủ động và có kế hoạch trong việc bố trí vốn đầu tư vào TPCP.

Thực hiện phương thức phát hành qua bảo lãnh phát hành với trái phiếu dài hạn trên 10 năm và thực hiện đấu thầu các loại trái phiếu trung hạn. Trước mắt, chú trọng phát triển loại trái phiếu kỳ hạn 3 và 5 năm để xây dựng lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu. Khi thị trường đã phát triển, trái phiếu Chính Phủ loại 10 năm có thể sử dụng để tạo lãi suất chuẩn cho thị trường. Tiếp theo đó, tăng dần hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất kết hợp với đấu thầu không cạnh tranh, đấu thầu theo giá; tăng cường hình thức phát hành lô lớn; tiến tới chấm dứt phương thức bán lẻ tạo sự chuẩn hoá cho hoạt động giao dịch trái phiếu.

Để tăng khả năng phát hành và đảm bảo khả năng giao dịch thứ cấp, áp dụng kinh nghiệm của các nước, cần có quy định rõ cho các thành viên về mức và tỷ lệ các nhà kinh doanh trái phiếu – các thành viên nghĩa vụ tham gia thị trường sơ cấp trái phiếu Chính Phủ, đồng thời có các chính sách hỗ trợ cần thiết về thuế, phí, lệ phí; về đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật; bồi dưỡng nguồn nhân lực. Mặt khác, cần quy định tỷ lệ bắt buộc tham gia thị trường sơ cấp đối với các tổ chức tài chính như các công ty bảo hiểm, các ngân hàng thương mại, công ty tài chính, quỹ hưu trí (Bảo hiểm xã hội) và các quỹ đầu tư khác. Chính Phủ nên từng bước áp dụng lãi suất thả nổi đối với trái phiếu Chính phủ. Để tăng tính hấp dẫn của TPCP nên áp dụng lãi suất điều chỉnh theo lạm phát và áp dụng phương thức trả lãi linh hoạt như trả lãi trước, trả lãi định kỳ... để nhà đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro và đa dạng hoá danh mục đầu tư. Xây dựng một cơ chế lãi suất thực sự hấp dẫn nhà đầu tư kể cả trong điều kiện lạm phát hay thiếu phát nhằm tối đa lợi nhuận của nhà đầu tư trên cơ sở dung hòa với lợi ích của Chính Phủ. Trong từng giai đoạn phát triển của thị trường vốn Chính phủ cần cân nhắc các hình thức phát hành cho phù hợp. Ví dụ trong giai đoạn hiện nay khi thị trường vốn đang trong giai đoạn phát triển do vậy áp lực về lãi suất huy động giữa trái phiếu Chính Phủ với trái phiếu doanh nghiệp là khá lớn, do đó, nên tăng cường áp dụng hình thức bảo lãnh phát hành để đảm bảo tính hiệu quả của việc huy động vốn. Khi thị trường vốn đã phát triển một cách bền vững, các công cụ của thị trường tiền tệ, cơ chế lãi suất được tự do hóa theo cơ chế thị trường thì lúc này, Trái phiếu chính sẽ được phát hành với hình thức đấu thầu nhiều hơn so với các phương thức khác.

Hai là, tăng tính chủ động và đa dạng hoá phương thức phát hành trái phiếu chính quyền địa phương (hiện tại mới chỉ thực hiện đấu thầu), làm rõ trách nhiệm, nhiệm của các địa phương trong tổ chức phát hành chứ không quá lệ thuộc vào trung ương như hiện nay.

Ba là, đối với trái phiếu doanh nghiệp cần phát triển hình thức đại lý và bảo lãnh phát hành trái phiếu ra công chúng, thực hiện minh bạch hoá thông tin về trái phiếu và quy định các điều khoản bảo đảm cho quyền lợi nhà đầu tư. Thực hiện áp dụng quy chế quản trị công ty đối với tất cả các công ty đại chúng, kể cả niêm yết và chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán; khẩn trương xây dựng và liên kết với các tổ chức xếp hạng tín dụng quốc tế có uy tín nhằm đánh giá chính xác về năng lực của doanh nghiệp để hạn chế rủi ro và bảo vệ các nhà đầu tư. Trái phiếu doanh nghiệp, kể cả trái phiếu các tổ chức tín dụng cần được lưu ký tập trung nhằm đảm bảo quyền lợi của các nhà đầu tư và thuận tiện cho giao dịch, hạn chế dần việc phát hành trái phiếu nội bộ.

- Về thị trường giao dịch trái phiếu

Do đặc điểm của thị trường trái phiếu là gắn với các nhà đầu tư lớn, các nhà đầu tư có tổ chức, đồng thời, để giảm chi phí cho các nhà phát hành và các thành viên giao dịch, cần đẩy tăng mức độ thanh khoản cho các trái phiếu. Việc tăng tính thanh khoản đối với trái phiếu Chính Phủ cũng tạo điều kiện thiết lập đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường, giảm tình trạng găm giữ trái phiếu của các thành viên thị trường. Để làm được điều đó, cần xây dựng đồng bộ các thị trường giao dịch trái phiếu, cụ thể:

Trên thị trường tập trung cần thiết lập cho các giao dịch đấu giá và giao dịch thỏa thuận trái phiếu, chủ yếu là trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, bao gồm các giao dịch giao ngay và giao dịch repo. Khi thị trường phát triển ở mức độ cao hơn sẽ cho phép thực hiện các giao dịch phái sinh đối với trái phiếu như các hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng quyền chọn về lãi suất, về chỉ số giá trái phiếu, v.v... Do đặc điểm của giao dịch trái phiếu Chính Phủ là gắn với các ngân hàng thương mại, vì vậy, có thể thực hiện gắn hoạt động thanh toán bù trừ với hệ thống thanh toán liên ngân hàng tại Ngân hàng Nhà Nước. Trước mắt cần có những quy định bắt buộc các trung gian tài chính: Các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, các công ty bảo hiểm và các trung

gian tài chính khác duy trì mức doanh số giao dịch tối thiểu trên thị trường tập trung trái phiếu. Do các nhà kinh doanh trái phiếu cấp 1 chủ yếu là các ngân hàng thương mại trực tiếp tham gia thị trường bảo lãnh và đấu thầu trái phiếu, song thực chất, các nhà kinh doanh trái phiếu ở Việt Nam quy mô đầu tư còn nhỏ, đồng thời, tạo điều kiện cho các nhà đầu tư khác tham gia thị trường, mô hình hệ thống giao dịch đa định chế sẽ phù hợp hơn với giao dịch tập trung tại SGDCK HN. Trong mô hình này, thành viên là các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại và các trung gian tài chính khác là thành viên của thị trường đấu thầu trái phiếu Chính Phủ, có khả năng tham gia thị trường và đáp ứng các yêu cầu của ủy ban Chứng khoán Nhà Nước. Trên thị trường tập trung, nên áp dụng hình thức giao dịch báo giá và giao dịch thỏa thuận giữa các thành viên thị trường với cơ chế báo giá từ xa (không có đại diện tại sàn) như mô hình sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc. Cần xây dựng hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán trái phiếu độc lập với hệ thống của các chứng khoán khác trên thị trường, cho phép mở rộng hơn các thành viên thanh toán và lưu ký trái phiếu, đồng thời, áp dụng hệ thống thông tin đảm bảo công khai minh bạch cho các thành viên của thị trường.

Từng bước xây dựng thị trường giao dịch phi tập trung. Hầu hết các nước trên thế giới có thị trường chứng khoán phát triển đều có cơ chế cho hoạt động giao dịch trái phiếu trên cả thị trường tập trung và phi tập trung. Tại thị trường giao dịch phi tập trung, tất cả các loại trái phiếu sẽ được giao dịch, tuy nhiên chủ yếu vẫn là những loại trái phiếu chưa đủ tiêu chuẩn để niêm yết trên Sở giao dịch. Với các trái phiếu đủ tiêu chuẩn niêm yết được giao dịch, giá cả và khối lượng giao dịch đều được thực hiện trên cơ sở thỏa thuận giữa các tổ chức kinh doanh trái phiếu. Đối với các loại trái phiếu chưa đủ điều kiện niêm yết được mua bán trực tiếp giữa các công ty chứng khoán, nhà đầu tư và chủ sở hữu trái phiếu.

Để đảm bảo cho thị trường được vận hành một cách có hiệu quả, tránh những rủi ro và bảo vệ các nhà đầu tư khi xây dựng thị trường giao dịch phi tập

trung cần phải chú trọng một số vấn đề như: Tăng cường sự phối hợp trong công tác giám sát giao dịch, công bố thông tin để đảm bảo tính công khai, minh bạch và công bằng giữa các chủ thể tham gia thị trường; Tạo điều kiện thuận lợi để các nhà đầu tư cá nhân tham gia mua bán trái phiếu trên thị trường nhằm tăng tính thanh khoản cho thị trường. Ứng dụng hệ thống công nghệ thông tin hiện đại nhằm đáp ứng nhu cầu giao dịch từ xa diễn ra một cách nhanh chóng, rút ngắn khoảng cách không gian và thời gian cho các nhà đầu tư; Khuyến khích các doanh nghiệp tham gia thị trường.

Việc phát triển thị trường giao dịch phi tập trung cùng với việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và cơ chế hoạt động cho thị trường này đã trở thành nhu cầu cấp thiết hiện nay vì hoạt động này trong tương lai sẽ rất sôi động, đặc biệt là đối với các loại trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam. Do hầu hết các doanh nghiệp ở Việt Nam có quy mô nhỏ và vừa nên trái phiếu nếu có phát hành cũng rất ít khi đủ điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung. Và đây sẽ là nơi thu hút được vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp, góp phần thúc đẩy TTCK nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng phát triển một cách bền vững, đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của nền kinh tế Việt Nam trong thời kỳ mới.

3.3.2. Nhóm giải pháp vi mô

3.3.2.1. Phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường trái phiếu

Việc phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu phụ thuộc rất lớn vào mô hình tổ chức và hoạt động của thị trường. Mỗi mô hình thị trường khác nhau, thành viên và hoạt động tạo lập thị trường là khác nhau. Thành viên của thị trường trái phiếu bao gồm các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, các công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư chứng khoán, quỹ hưu trí, các công ty tài chính và các trung gian tài chính khác. Tuy nhiên, xét về năng lực tài chính và khả năng tham gia thị trường, cần đặc biệt lưu ý hai nhóm đối tượng:

Thứ nhất, do hiện tại các NHTM đang hoạt động theo mô hình đa năng một phần và theo quy định họ chỉ là các thành viên đặc biệt của thị trường trái phiếu. Tuy nhiên có thể thấy họ mới chính là các nhà đầu tư chủ yếu thị trường trái phiếu có tiềm lực cả về vốn lẫn cơ sở vật chất. Do vậy, cần cho phép các ngân hàng thương mại dần trở thành thành viên thông thường và được lựa chọn trở thành nhà tạo lập thị trường trái phiếu cũng như cần được khuyến khích là thành viên chính tham gia thị trường đấu thầu và bảo lãnh trái phiếu. Các ngân hàng thương mại cũng là nhà phát hành lớn và các tổ chức cung cấp dịch vụ cho thị trường.

Thứ hai, các công ty chứng khoán, là nhà kinh doanh chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán, có chức năng thực hiện hoạt động môi giới và có khả năng liên kết cao giữa các nhà đầu tư, kể cả các nhà đầu tư có tổ chức và nhà đầu tư cá nhân. Năng lực về vốn của nhóm trung gian tài chính chưa cao làm hạn chế trong hoạt động đầu tư trái phiếu, song có ý nghĩa quan trọng trong việc thu hút các nhà đầu tư và tạo tính thanh khoản cho trái phiếu. Đồng thời, các công ty chứng khoán sẽ có vai trò quan trọng trong hoạt động đại lý, bảo lãnh phát hành trái phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp.

Các trung gian tài chính còn lại là các nhà đầu tư tiềm năng đối với thị trường do tính chất trung gian tài chính, quy mô đầu tư lớn và tính chuyên môn hóa, tập trung hóa cao trong hoạt động đầu tư, do vậy, cần có chính sách khuyến khích tham gia thị trường trái phiếu.

Như vậy, các ngân hàng thương mại sẽ được lựa chọn là đối tượng chính trong phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt Nam. Bên cạnh đó, có thể lựa chọn các trung gian tài chính khác như các công ty bảo hiểm, các công ty chứng khoán khi đủ điều kiện. Cơ quan cấp phép đối với hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu là Bộ Tài chính, song cần được sự chọn lựa và chấp thuận của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Mặt khác, Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước và

Sở giao dịch chứng khoán cũng có vai trò quan trọng trong việc lựa chọn thành viên của thị trường. Chính vì thế, việc thành lập một bộ phận chuyên trách nhằm phát triển thị trường trái phiếu nói chung và phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu nói riêng là cần thiết. Cơ quan này có trách nhiệm nghiên cứu và tư vấn cho các cơ quan quản lý Nhà Nước, cơ quan quản lý thị trường trong việc hoạch định chiến lược phát triển, đề xuất hoàn thiện các vấn đề về pháp luật và chính sách, đề xuất các giải pháp về kỹ thuật và nghiệp vụ, v.v... Thành viên của Ban này bao gồm đại diện Bộ Tài chính, đại diện Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước, Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, Hiệp hội kinh doanh trái phiếu và thành viên của một số trung gian tài chính.

Trước mắt, có thể lựa chọn các ngân hàng thương mại lớn như: Ngân hàng Công thương Việt Nam; Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam; Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam; Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam là nhà tạo lập thị trường trái phiếu. Các ngân hàng này có quy mô lớn, hệ thống chi nhánh rộng khắp, có quan hệ với nhiều doanh nghiệp lớn, các tổng công ty Nhà nước, có hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật khá tốt. Sau thời kỳ thực hiện đề án tái cơ cấu, các ngân hàng này về cơ bản đã lành mạnh hóa về tài chính, hoàn thiện cơ cấu tổ chức và điều hành, hiệu quả hoạt động được cải thiện. Các ngân hàng trên đều có mục tiêu trở thành tập đoàn tài chính, đồng thời, các tổ chức này hiện đang là nhà đầu tư trái phiếu lớn nhất, đã và đang triển khai thực hiện hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu, là thành viên của hệ thống thanh toán liên ngân hàng và là thành viên chủ chốt của Hiệp hội Ngân hàng Việt Nam. Với quy mô tổng tài sản lớn, các tổ chức này có thể dành được một lượng vốn đáng kể cho hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu, đồng thời, là nhà đầu tư tích cực nhất trên thị trường trái phiếu hiện nay. Khi thị trường đã phát triển cao hơn, có thể chấp nhận các ngân hàng thương mại cổ phần và các ngân hàng nước ngoài đủ điều kiện tham gia hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu.

Về tiêu chuẩn lựa chọn nhà tạo lập thị trường, xét các điều kiện của các trung gian tài chính và thị trường trái phiếu hiện tại kết hợp với xu thế phát triển của các trung gian tài chính, nhu cầu phát triển thị trường trái phiếu, trước mắt có thể quy định:

- Là thành viên của Hiệp hội Ngân hàng Việt Nam. Được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam lựa chọn và được Bộ Tài chính cấp phép thực hiện hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu. Các ngân hàng được lựa chọn phải đáp ứng các yêu cầu của ngân hàng Nhà nước về quy mô vốn chủ sở hữu tối thiểu (5.000 tỷ đồng); về tỷ lệ an toàn vốn; về thời gian hoạt động trên thị trường tài chính Việt Nam (tối thiểu 3 năm); về hiệu quả hoạt động (có ROA, ROE tối thiểu bằng tỷ lệ bình quân của các ngân hàng thương mại); có tỷ lệ nợ xấu dưới mức cho phép (5%).

- Các NHTM thực hiện hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu phải dành tối thiểu trên 1.000 tỷ đồng cho hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu và có nghĩa vụ duy trì mức tối thiểu này trong suốt quá trình hoạt động.

- Là thành viên đấu thầu, bảo lãnh trái phiếu Chính Phủ và có mức doanh số mua tại thị trường sơ cấp không dưới 10% khối lượng phát hành trong vòng sáu tháng (quy định này buộc các ngân hàng thương mại phải thực hiện giao dịch, tránh hiện tượng găm giữ trái phiếu cho tới đáo hạn). Đồng thời là thành viên tích cực trên thị trường giao dịch tập trung, có doanh số giao dịch tối thiểu 10% trong vòng 6 tháng.

- Có hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật đáp ứng yêu cầu giao dịch. Có đủ số lượng môi giới và các nhân viên hành nghề khác được cấp phép của UBCKNN.

- Phải cung cấp liên tục giá mua và bán trái phiếu để duy trì tính liên tục của thị trường, đồng thời, có nghĩa vụ thực hiện tối thiểu 100 trái phiếu với mức giá cam kết đó. Mức giá yết phải được thực hiện trên cơ sở giá tốt nhất có thể.

- Phải thực hiện đầy đủ nghĩa vụ công bố thông tin giao dịch theo quy định.

Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước, Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam, Bộ Tài chính và Ban phát triển thị trường trái phiếu có trách nhiệm nghiên cứu tiêu chuẩn lựa chọn nhà tạo lập thị trường trái phiếu cho các giai đoạn tiếp theo trình Chính Phủ xem xét. Các tiêu chuẩn định tính và định lượng được xây dựng theo hướng ổn định và được công bố công khai, tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại khác phân đấu tham gia.

Khi thị trường phát triển, số lượng các nhà tạo lập thị trường trái phiếu sẽ tăng lên với sự tham gia của các ngân hàng thương mại cổ phần và các ngân hàng nước ngoài đáp ứng đủ yêu cầu. Không nhất thiết phải giới hạn số lượng các nhà tạo lập thị trường trái phiếu do quy mô thị trường này là rất lớn và số lượng các nhà tạo lập thị trường càng nhiều, mức độ cạnh tranh sẽ càng cao, làm tăng tính thanh khoản cho trái phiếu và giảm chi phí giao dịch cho các nhà đầu tư.

Các công ty chứng khoán khi có bước phát triển cao hơn, cần mở rộng đối tượng, cho phép các công ty chứng khoán thực hiện hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu nhằm đa dạng hóa loại hình nhà tạo lập thị trường trái phiếu.

3.3.2.2. Tạo tính thanh khoản cho trái phiếu

Đối với trái phiếu Chính Phủ cần thực hiện việc tái phát hành các trái phiếu có tính thanh khoản cao đặc biệt trong thời gian này là các trái phiếu có kỳ hạn trung bình từ 3 đến 5 năm. Tiến hành cơ cấu lại các mã trái phiếu hiện có trên HNX. Việc cơ cấu lại các mã trái phiếu Chính Phủ Việt Nam sẽ được thực hiện bằng cách mua lại hoặc hợp nhất các mã trái phiếu nhỏ lẻ trên thị trường. Điều này sẽ đáp ứng tối đa nhu cầu của thị trường và là tiền đề để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn. Đa dạng các loại kỳ hạn trái phiếu để phù hợp với nhu cầu của các nhà đầu tư như đa dạng hóa về lãi suất, loại hình và phương thức thanh toán vốn gốc và lãi trái phiếu (trái phiếu có lãi suất thay đổi, trái phiếu chiết khấu, trái phiếu đa thời hạn; trái phiếu thanh toán từng phần; trái phiếu quyền chọn). Tập trung đẩy mạnh phát hành TPCP bằng hình thức đấu thầu và bảo lãnh

phát hành, tuy nhiên cần có kế hoạch cụ thể về thời gian, khối lượng phát hành, thời hạn trái phiếu cho phù hợp với thời gian đáo hạn của trái phiếu cũ để tạo hiệu quả của nguồn vốn huy động, không làm tăng tỷ lệ thâm hụt ngân sách so với GDP; Tránh tình trạng các đợt phát hành diễn ra quá gần nhau làm ảnh hưởng tới kết quả huy động vốn.

Đối với trái phiếu chính quyền địa phương để nâng cao khả năng huy động vốn thành công cần nghiên cứu tiến hành phát hành trái phiếu đi kèm theo với các tiện ích để các nhà đầu tư luôn có được hàng hóa đa dạng phù hợp với chiến lược đầu tư của mình như trái phiếu thu nhập, trái phiếu quyền chọn, trái phiếu lãi suất thả nổi.

- Đối với trái phiếu doanh nghiệp, hiện tại doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu mới chỉ phát hành trái phiếu tại thị trường nội địa và thường chọn hình thức phát hành trái phiếu riêng lẻ để huy động vốn. Tuy nhiên hoạt động này vẫn còn khá mới mẻ với cả doanh nghiệp lẫn người đầu tư. Để thành công trong việc phát hành, doanh nghiệp cần thực hiện công bố thông tin liên quan đến việc phát hành trái phiếu đảm bảo công khai, minh bạch để tạo lòng tin đối với nhà đầu tư. Lựa chọn hình thức trái phiếu cho phù hợp với thời điểm phát hành và để tăng tính hấp dẫn doanh nghiệp có thể phát hành các loại trái phiếu như trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu kèm chứng quyền; trái phiếu có đảm bảo.

3.3.2.3. Phát triển các trung gian tài chính

Phát triển hệ thống các trung gian tài chính không chỉ tạo điều kiện phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu mà còn có vai trò quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả và phát triển thị trường trái phiếu, thông qua việc tăng số lượng các trung gian tài chính, các nhà đầu tư có tổ chức lớn về quy mô, chuyên nghiệp hóa về hoạt động, đồng thời tăng cường các dịch vụ cung cấp cho thị trường. Cần phát triển cả về số lượng và chất lượng hoạt động của các trung gian

tài chính, cũng như phát triển đa dạng hóa về loại hình các trung gian tài chính. Do quy mô của các trung gian tài chính Việt Nam còn nhỏ, hoạt động đơn điệu, cần có giải pháp khuyến khích các trung gian tài chính tăng cường huy động vốn trên thị trường để tăng quy mô vốn chủ sở hữu, đồng thời, khuyến khích quá trình thâm tóm và sáp nhập nhằm tạo các tập đoàn tài chính có quy mô lớn, chất lượng hoạt động cao, ngang tầm với khu vực và quốc tế. Trên cơ sở cân đối nguồn vốn, các trung gian tài chính cần dành một lượng vốn đáng kể cho hoạt động đầu tư tài chính, đặc biệt là hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu. Phần lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính cần được giữ lại nhằm tăng lợi thế về quy mô và đáp ứng các yêu cầu tối thiểu về vốn theo quy định. Quy định về vốn tối thiểu sẽ ngày càng tăng theo bước phát triển của thị trường.

Hoàn thiện về mô hình tổ chức, cải thiện về quản trị điều hành đang là vấn đề cấp bách đặt ra đối với mỗi trung gian tài chính. Với tính chất là trung gian tài chính, trung gian đầu tư quan trọng trên thị trường, hoạt động đầu tư chứng khoán nói chung và hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu nói riêng của các trung gian tài chính có mức độ chuyên môn hóa, chuyên nghiệp hóa và tập trung hóa cao. Điều đó đòi hỏi bộ phận chuyên trách đầu tư của các trung gian tài chính có độ độc lập cao, khả năng phân tích và đầu tư tốt, khả năng quản lý danh mục đầu tư năng động và hiệu quả, đồng thời, phải có sự cộng tác, hỗ trợ của các bộ phận khác trong đơn vị. Mặt khác, hoạt động đầu tư chứng khoán của các trung gian tài chính đòi hỏi có sự giám sát chặt chẽ, tránh rủi ro và những tổn thất không đáng có. Đây là yêu cầu đặt ra đối với công tác tổ chức và quản trị điều hành của mỗi công ty chứng khoán, mỗi ngân hàng thương mại cũng như đối với mỗi trung gian tài chính khác.

Một vấn đề khác cần được các trung gian tài chính thực hiện ngay là tăng cường đầu tư về cơ sở vật chất kỹ thuật, hệ thống thông tin và tăng chất lượng nguồn nhân lực. Có như vậy, hoạt động đầu tư chứng khoán, trong đó có hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu mới thực sự là hoạt động có mức độ chuyên

nghiệp cao, mới giúp trung gian tài chính khai thác tối đa lợi thế và có thể kiểm soát được rủi ro.

Cuối cùng là sự thay đổi nhận thức của các nhà quản lý về vai trò của hoạt động đầu tư trái phiếu và hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu. Cần coi phát triển hoạt động đầu tư trái phiếu và hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu là thực hiện đa dạng hóa hoạt động, làm tăng khả năng thu lợi nhuận và giảm rủi ro cho chính các trung gian tài chính. Sự phát triển hoạt động đầu tư và tạo lập thị trường trái phiếu sẽ tạo điều kiện phát triển các hoạt động khác của đơn vị như hoạt động huy động vốn, hoạt động cho vay, đầu tư và phát triển các dịch vụ cung cấp.

3.3.2.4. Xây dựng và phát triển tổ chức định mức tín nhiệm

Hiện nay ở Việt Nam hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm vẫn còn rất hạn chế và chưa chuyên nghiệp làm cho các nhà đầu tư gặp khó khăn khi ra quyết định đầu tư. Với xu thế toàn cầu hóa, hội nhập kinh tế quốc tế và tự do hóa tài chính thì việc hình thành và phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp là vấn đề hết sức cấp thiết giúp cho quá trình hội nhập và phát triển của thị trường tài chính Việt Nam được nhanh và bền vững. Căn cứ vào thực tế kinh nghiệm của các quốc gia cũng như dựa vào điều kiện kinh tế, chính trị - xã hội của Việt Nam hiện nay, tổ chức định mức tín nhiệm phải có uy tín lớn và trước mắt do Nhà nước quản lý để đảm bảo tính tin cậy. Mô hình có thể thiết lập bao gồm thành viên là Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, tổng Công ty Bảo hiểm, các NHTM lớn, cơ cấu tổ chức theo mô hình công ty cổ phần. Việc đánh giá xếp hạng do các nhóm phân tích xếp hạng, hội đồng xếp hạng xem xét thông qua. Nhóm phân tích xếp hạng có thể bao gồm các thành viên là nhân viên của tổ chức định mức tín nhiệm, các chuyên gia phụ trợ theo ngành, lĩnh vực v.v... và để tổ chức định mức tín nhiệm có thể hoạt động hiệu quả đòi hỏi phải là một tổ chức phải đảm bảo tính độc lập, trung thực, khách quan, có kỹ thuật thành thạo, chuyên nghiệp và có nguồn lực mạnh và khả năng tiếp cận thông tin chính xác về đối tượng phát hành trái phiếu. Hệ thống thang, bảng điểm cần phải được tính

toán phù hợp, kết quả đánh giá phải được hội đồng định mức tín nhiệm độc lập đưa ra và được công bố rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng. Ngoài ra cũng phải tính đến việc hợp tác với các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín trên thế giới trong giai đoạn tới vì việc hình thành tổ chức định mức tín nhiệm dưới hình thức liên doanh sẽ tạo thuận lợi đảm bảo chất lượng xếp hạng tín nhiệm trong thị trường nội địa, từng bước thâm nhập vào thị trường quốc tế, học hỏi kinh nghiệm và nâng dần uy tín của tổ chức định mức tín nhiệm Việt Nam

Để tổ chức định mức tín nhiệm có thể hoạt động và phát triển được, thị trường cũng cần đáp ứng được một số các điều kiện có các trái phiếu đủ tiêu chuẩn cho định mức tín nhiệm mà cụ thể là các trái phiếu Chính Phủ; thực hiện việc tiêu chuẩn hoá các thông tin tài chính của các doanh nghiệp, nâng cao nhận thức của nhà phát hành và nhà đầu tư về định mức tín nhiệm (tiên tới có quy định bắt buộc có đánh giá định mức tín nhiệm khi phát hành chứng khoán). Thêm vào đó chính là phải củng cố và xây dựng được cơ sở hạ tầng kỹ thuật tốt phục vụ cho hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm

3.3.2.5. Hoàn thiện hệ thống thanh toán và lưu ký

Thứ nhất, cũng như hệ thống của các SGDCK, hệ thống của Trung tâm lưu ký nên tách biệt giữa cổ phiếu và trái phiếu. Tiến tới thời gian thanh toán giao dịch trái phiếu hoàn toàn có khả năng rút ngắn dưới T+1. Việc bù trừ giao dịch chung giữa cổ phiếu và trái phiếu sẽ dẫn đến rủi ro thị trường rất cao khi bù trừ đa phương vì nếu như chỉ một thanh toán tiền của giao dịch trái phiếu có vấn đề là có thể mất khả năng thanh toán chung do vốn của Quỹ hỗ trợ thanh toán hiện nay của Trung tâm lưu ký chỉ khoảng trên 15 tỷ VNĐ.

Thứ hai, tạo cơ chế huy động nguồn lực cho quỹ hỗ trợ thanh toán giao dịch trái phiếu: Việc quỹ hỗ trợ thanh toán quy mô nhỏ là khó khắc phục trong thời gian ngắn vì quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhỏ. Việc Ngân hàng chỉ định thanh toán duy nhất là ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) cho cả giao dịch cổ phiếu và trái phiếu có thể tiềm ẩn rủi ro cao do khả năng của

BIDV còn hạn chế. Để đảm bảo an toàn, Ngân hàng Nhà nước nên là Ngân hàng thanh toán và là đối tác thanh toán trung tâm cho toàn bộ thị trường. Vì với vai trò của mình, khi rủi ro thanh toán xảy ra, Ngân hàng Nhà nước có thể huy động rất nhiều nguồn tiền khác nhau để bù đắp giao dịch tạm thời.

Thứ ba, chuyển mô hình lưu ký từ hai cấp sang một cấp: Để phát triển hoạt động giao dịch trái phiếu. Trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương và kể cả là trái phiếu doanh nghiệp nên được lưu ký tập trung tại Trung tâm lưu ký Việt Nam. Mô hình tổ chức lưu ký nên là mô hình một cấp bởi vì đây là điều kiện cần để có thể rút ngắn thời gian giao dịch xuống dưới T+1. Mô hình này cũng cho phép thống kê được hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư khác nhau như CTCK, NHTM và tổ chức tín dụng trong nước và nước ngoài. Để làm được điều này Trung tâm lưu ký Việt Nam phải phát triển hệ thống công nghệ thông tin hiện đại. Ngoài ra năng lực hạ tầng CNTT chung của ngành chứng khoán, bao gồm hệ thống của các SGDCK, các CTCK, các thành viên thị trường cũng phải phát triển tương ứng.

Thứ tư, đa dạng hóa các phương thức thanh toán: Về phương thức thanh toán, hệ thống giao dịch của các SGDCK, hệ thống thanh toán của Trung tâm lưu ký Việt Nam có thể cho phép nhà đầu tư lựa chọn một hoặc song song hai phương thức thanh toán như sau: Phương thức bù trừ đa phương hoặc song phương. Các đơn vị chỉ nên áp dụng một trong hai phương thức này, không nên áp dụng đồng thời cả hai; Phương thức thanh toán trực tiếp: Áp dụng với các giao dịch lô lớn. Phương thức này sẽ cho phép rút ngắn thời gian giao dịch khi áp dụng song song với một trong hai phương thức giao dịch trên.

Thứ năm, xây dựng mới hệ thống giao dịch vay nợ cho thành viên. Hệ thống sử dụng cho thành viên vay tiền, chứng khoán hỗ trợ nhau khi xảy ra mất khả năng thanh toán. Để thực hiện điều này hệ thống lưu ký phải là mô hình lưu ký một cấp.

3.3.2.6. Phát hành trái phiếu quốc tế

Cùng với việc tập trung phát hành trái phiếu trong nước bằng đồng nội tệ, Việt Nam cũng cần phải chú ý tới việc xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Việc tiếp cận với thị trường vốn quốc tế ngoài ý nghĩa tìm kiếm nguồn vốn cho nền kinh tế, việc phát hành trái phiếu còn có nhiều ý nghĩa quan trọng khác như: thể hiện chính sách hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế; trái phiếu quốc tế của Chính Phủ phát hành sẽ tạo ra điểm chuẩn để các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu quốc tế... Tuy nhiên khi thực hiện phát hành trái phiếu quốc tế cần phải đánh giá đến tính khả thi của việc trả nợ vì nếu không sẽ làm ảnh hưởng tới uy tín quốc gia. Để làm được điều này, Việt Nam cần phải thực hiện việc nâng cao hệ số tín nhiệm quốc gia (theo đánh giá của S&P tháng 2/2009 hệ số tín nhiệm của VN là BB) thông qua các tiêu chí như: nâng cao chỉ tiêu GDP/người, thu nhập bình quân/đầu người, nâng cao hệ số tiết kiệm, giảm thâm hụt NSNN, tăng dự trữ ngoại hối, nâng cao tính hiệu quả quản lý của chính phủ, tính minh bạch của nền kinh tế, tăng cường vai trò của khu vực kinh tế tư nhân trong phát triển kinh tế..., trên cơ sở đó từng bước xây dựng uy tín và nâng cao hệ số tín nhiệm của các doanh nghiệp.

3.3.2.7. Phát triển các công cụ phái sinh

Như đã phân tích ở trên, tính thanh khoản của thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn thấp chưa thu hút được các nhà đầu tư một phần là do thiếu các công cụ phái sinh nhằm đa dạng hoá và đáp ứng được yêu cầu tối đa hóa lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro. Vì vậy, cần phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh liên quan đến trái phiếu như: hợp đồng quyền chọn; hợp đồng tương lai; hợp đồng kỳ hạn; các sản phẩm từ chứng khoán hóa tài sản và các khoản nợ... Hệ thống ngân hàng thương mại sẽ đóng vai trò chủ đạo trong quá trình cung cấp các sản phẩm phái sinh cho thị trường. Để có thể sử dụng các công cụ phái sinh vào thị trường trái phiếu Việt Nam cần xây dựng khuôn khổ pháp luật cho hoạt động này để hạn chế tình trạng lũng đoạn thị trường, song song với đó

là việc phát triển quy mô thị trường, hệ thống giao dịch, hệ thống tài chính ngân hàng, sự hiểu biết của công chúng đầu tư và tăng cường khả năng giám sát thị trường của cơ quan quản lý...

3.3.2.8. Xác định rõ và nâng cao vai trò của các cơ quan tham gia quản lý thị trường trái phiếu

Việc xác định rõ vai trò của các cơ quan quản lý thị trường trái phiếu là điều vô cùng quan trọng, nó sẽ tránh được sự quản lý chồng chéo hoặc hiện tượng “vừa đá bóng vừa thổi còi”. Cụ thể là:

Bộ Tài chính là cơ quan hoạch định chính sách, đưa ra các đề xuất nhằm xây dựng và phát triển thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng. Căn cứ vào tổng nợ được Quốc hội phê duyệt, Bộ Tài chính thực hiện việc xây dựng kế hoạch phát hành, khối lượng và thời gian phát hành trái phiếu dựa trên dự báo thị trường để có thể phân bổ lượng cung một cách hợp lý và hiệu quả tránh tình trạng có nhiều đợt phát hành bị thất bại trong thời gian qua.

Ngân hàng Nhà nước là cơ quan quản lý các hoạt động của các tổ chức tài chính trong việc phát hành trái phiếu Chính Phủ, cấp phép cho các hoạt động thuộc lĩnh vực kinh doanh của các ngân hàng thương mại đối với hoạt động kinh doanh trái phiếu..., giám sát và quản lý hoạt động giao dịch của trái phiếu Chính Phủ, xem xét và chấp thuận cho phép các tổ chức tài chính phát hành trái phiếu.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước: Hiện nay, là đơn vị đang trực thuộc Bộ Tài chính, tuy nhiên đây là điều chưa hợp lý trong việc quản lý và giám sát thị trường. UBCKNN cần phải là một cơ quan độc lập trực thuộc Chính Phủ với đầy đủ các chức năng giám sát, quản lý hoạt động của các doanh nghiệp trong thị trường chứng khoán Việt Nam. Vai trò của UBCKNN đối với thị trường trái phiếu sẽ là: Quản lý các hoạt động phát hành và giao dịch; Giám sát hoạt động phát hành; Quản lý khối lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành đúng với hạn mức theo quy định hàng năm; Giám sát và quản lý hoạt động của các công ty chứng khoán, các tổ chức lưu ký và các tổ chức thanh toán...; Xây dựng các tiêu

chuẩn niêm yết và cấp phép phát hành trái phiếu; Tổ chức giám sát hoạt động của thị trường giao dịch tập trung.

Sở giao dịch chứng khoán: Thực hiện việc kiểm soát hoạt động của các công ty thành viên và các công ty niêm yết nhằm duy trì trật tự và tạo ra sự công bằng. Quản lý các hoạt động niêm yết và giao dịch trái phiếu, đảm bảo các thông tin một cách kịp thời và chính xác nhằm bảo vệ các nhà đầu tư; Kiểm soát các hoạt động liên quan tới đầu tư trái phiếu, giải quyết các tranh chấp giữa các thành viên và các nhà đầu tư; Thực hiện việc thanh tra thị trường để hạn chế gian lận có thể xảy ra.

Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam phải là tổ chức làm cầu nối, là diễn đàn trao đổi, cập nhật thông tin, tăng cường sự hợp tác, hiểu biết lẫn nhau giữa các hội viên và giữa hội viên với các cơ quan quản lý Nhà nước cũng như các tổ chức thị trường quốc tế. Hiệp hội sẽ đóng góp ý kiến phản biện và tham gia hỗ trợ các cơ quan quan chức năng trong việc hoàn thiện chính sách, khung pháp lý cho thị trường trái phiếu tại Việt Nam; Hỗ trợ cho các nhà đầu tư trái phiếu trong việc chuẩn hoá tập quán thương mại và thông lệ thị trường đối với các giao dịch trái phiếu tại thị trường trái phiếu Việt Nam; Thiết lập các quy tắc ứng xử, hành nghề và đạo đức nghề nghiệp để điều chỉnh mối quan hệ giữa các đối tác trên thị trường trái phiếu Việt Nam nhằm đảm bảo sự bình đẳng cho các thành viên tham gia thị trường; Tổ chức các hoạt động tổng hợp, phân tích thông tin, tư vấn, đào tạo, cung cấp các dịch vụ hỗ trợ cho các hội viên và những đối tượng liên quan khác về giao dịch trái phiếu và công cụ nợ khác trên thị trường; Tiến hành cập nhật, tổng hợp, lưu trữ, xây dựng các cơ sở dữ liệu thông tin thị trường, góp phần nâng cao tính minh bạch của thị trường trái phiếu Việt Nam.

Bên cạnh đó, hiện nay, việc quản lý nợ của Việt Nam nằm rải rác ở nhiều cơ quan khác nhau: Bộ Kế hoạch và đầu tư được giao nhiệm vụ đàm phán, quản lý, ký kết các hiệp định vay ODA, Bộ Tài chính quản lý nợ trong nước, nước ngoài

của Chính Phủ và doanh nghiệp được Chính Phủ bảo lãnh, Ngân hàng Nhà nước quản lý nợ nước ngoài của doanh nghiệp theo phương thức tự vay, tự trả. Việc lập kế hoạch, đàm phán, tính toán kế hoạch vay và nghĩa vụ trả nợ quốc gia thường bị phân tán, không thống nhất; chức năng, nhiệm vụ giữa các cơ quan bị chồng chéo. Vì vậy, để quản lý việc vay nợ có hiệu quả, bảo đảm an toàn, Việt Nam cần thành lập cơ quan Quản lý nợ quốc gia. Cơ quan này có thể trực thuộc Chính Phủ, hoặc Bộ Tài chính có nhiệm vụ thống nhất quản lý nợ trong nước và nước ngoài. Các thành viên của Hội đồng quản lý cơ quan quản lý nợ quốc gia bao gồm các đại diện của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Ngoại giao, Bộ Tư pháp các hiệp hội kinh doanh trái phiếu. Cơ quan này có nhiệm vụ nghiên cứu, xây dựng kế hoạch vay nợ trong nước và nước ngoài của Việt Nam, bảo đảm phù hợp với kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội trong từng thời kỳ.

3.3.2.9. Tăng cường đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật

Để tạo hiệu quả cho hoạt động của thị trường trái phiếu, cần đầu tư mạnh để phát triển cơ sở hạ tầng kỹ thuật giao dịch và hệ thống thông tin. Những khoản đầu tư này là rất lớn, lại đòi hỏi đồng bộ về kỹ thuật, do vậy, không thể yêu cầu các nhà tạo lập thị trường tự đầu tư. Sở giao dịch chứng khoán cần thực hiện đầu tư nâng cấp bảng giao dịch trái phiếu hiện tại, nâng cấp phần mềm giao dịch nhằm thực hiện giao dịch từ xa của các thành viên, bổ sung chức năng giao dịch thỏa thuận trong hệ thống và báo cáo kết quả giao dịch cũng như hỗ trợ thanh toán cho các thành viên.

Nâng cấp hệ thống thông tin trái phiếu như: Phần mềm thông tin cho các thành viên giao dịch (Cung cấp thông tin và các công cụ phân tích); nâng cấp Website của SGDCK theo hướng tạo hệ thống thông tin riêng cho thị trường trái phiếu, hỗ trợ kỹ thuật và tư vấn hoàn thiện Website cho các thành viên thị trường; tăng cường đầu tư trang thiết bị phần cứng cũng như hệ thống an ninh,

bảo mật, hạ tầng mạng nhằm đáp ứng yêu cầu giao dịch mới. Nghiên cứu khả năng tích hợp hệ thống giao dịch trái phiếu tại SGDCK với các hệ thống giao dịch với khả năng có thể thanh toán với nhiều loại ngoại tệ, hướng tới kết nối được với hệ thống thông tin trên thế giới. Tiếp tục từng bước hiện đại hóa cơ sở vật chất cho Trung tâm Lưu ký chứng khoán để rút ngắn thời gian thanh toán tạo tính thanh khoản cho trái phiếu.

3.3.2.10. Tăng cường đào tạo và bồi dưỡng nghiệp vụ cho cán bộ, nâng cao nhận thức của công chúng đầu tư.

Thường xuyên tổ chức đào tạo, đào tạo lại đội ngũ cán bộ làm công tác huy động vốn, đặc biệt là nhóm cán bộ xây dựng chiến lược huy động vốn, cơ chế, chính sách huy động vốn với các hình thức:

- Đối với cán bộ lãnh đạo: tham gia các khoá học ngắn hạn, hội thảo về tài chính công, chính sách kinh tế vĩ mô, chính sách huy động vốn, chiến lược quản trị doanh nghiệp, giúp cho nhóm cán bộ này được cập nhật kiến thức thường xuyên; đồng thời, tổ chức các đợt khảo sát, học tập kinh nghiệm huy động vốn ở các nước phát triển hoặc các nước trong khu vực có điều kiện, hoàn cảnh tương đồng để nghiên cứu vận dụng vào thực tế tại Việt Nam.

- Đối với nhóm cán bộ xây dựng chính sách, chế độ: cử tham gia các khoá đào tạo tập trung, dài hạn, trong nước, nước ngoài về ngoại ngữ và chuyên môn nghiệp vụ; tổ chức các lớp tập huấn ngắn hạn, hội thảo chuyên sâu về lĩnh vực tài chính công và huy động vốn giúp cho nhóm cán bộ này củng cố, cập nhật kiến thức, phục vụ cho việc nghiên cứu, xây dựng chính sách, chế độ.

- Đối với nhóm cán bộ trực tiếp làm nhiệm vụ phát hành, thanh toán trái phiếu: thường xuyên tổ chức các khoá đào tạo nghiệp vụ, giúp cho nhóm cán bộ này có khả năng triển khai các nghiệp vụ phát hành mới, phục vụ nhanh chóng, thuận tiện cho người dân, nâng cao hiệu quả công tác huy động vốn.

- Tổ chức các khoá đào tạo, phổ biến kiến thức về huy động vốn và lý thuyết chung về thị trường chứng khoán cho tất cả các đối tượng, đặc biệt là nhóm đối tượng sinh viên các trường đại học.

- Phổ biến kiến thức rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng liên quan đến lĩnh vực huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu và thị trường chứng khoán.

Kết luận chương 3

Từ việc đánh giá thực trạng, chỉ ra những hạn chế và nguyên nhân của hạn chế tới sự phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam trong thời gian qua. Thông qua việc đánh giá bối cảnh kinh tế quốc tế và trong nước; đánh giá những thuận lợi và khó khăn thách thức mà kinh tế Việt Nam gặp phải trong thời gian tới. Dựa trên triển lược phát triển kinh tế - xã hội Việt Nam đến 2020, Thị trường vốn Việt Nam tầm đến nhìn 2020, tác giả đã đưa ra quan điểm về vốn cho đầu tư phát triển và định hướng phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam đến 2020. Từ đó đề xuất các giải pháp ở cả tầm vĩ mô và vi mô nhằm hoàn thiện và phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam trong thời gian tới đáp ứng yêu cầu phát triển kinh tế - xã hội và từng bước hội nhập quốc tế.

KẾT LUẬN

Qua 23 năm đổi mới, Việt Nam đã đạt những thành tựu to lớn trong tăng trưởng kinh tế được sự tăng trưởng ấn tượng, trong đó yếu tố về vốn đóng một vai trò hết sức quan trọng. Thị trường trái phiếu là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính, phát triển thị trường trái phiếu là nhằm góp phần vào việc lưu thông các nguồn vốn trong xã hội. Trên cơ sở sử dụng tổng hợp các phương pháp nghiên cứu và vận dụng các lý thuyết, luận án đã thực hiện được các mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu đặt ra:

Thứ nhất, trình bày những vấn đề tổng quan về các vấn đề cơ bản về thị trường trái phiếu, tác động của nó đối với nền kinh tế, các nhân tố ảnh hưởng tới sự phát triển của thị trường trái phiếu. Thông qua việc nghiên cứu kinh nghiệm xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc, một quốc gia có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam, từ đó rút ra các bài học kinh nghiệm có thể vận dụng vào phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam trong tương lai.

Thứ hai, đánh giá thực trạng của thị trường trái phiếu Việt Nam. Qua đó, chỉ ra những kết quả đạt được cũng như những hạn chế và nguyên nhân hạn chế của thị trường trái phiếu ở Việt Nam trong thời gian qua. Đây là cơ sở để đưa ra các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam trong thời gian tới.

Ba là, thông qua những mặt hạn chế và nguyên nhân của những hạn chế, đưa ra một số nhận định, cũng như định hướng ở tầm vĩ mô nhằm từng bước hoàn thiện thị trường trái phiếu Việt Nam, đồng thời chỉ ra các giải pháp nhằm hoàn thiện hơn nữa thị trường trái phiếu Việt Nam trong thời gian tới.

Thị trường trái phiếu là một lĩnh vực hết sức phong phú và không ngừng phát triển cả về lý luận cũng như thực tiễn, những kết quả nghiên cứu của luận án chỉ là một số đóng góp nhỏ và chưa thể bao quát toàn bộ các khía cạnh, lĩnh vực. Do vậy, chắc chắn còn nhiều vấn đề cần phải tiếp tục đi sâu nghiên cứu để không ngừng hoàn thiện và phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam.

CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ

CÁC ĐỀ TÀI KHOA HỌC

1. Phát triển thị trường trái phiếu Chính Phủ ở Việt Nam (2005), Luận văn thạc sỹ kinh tế
2. Thư ký khoa học đề tài do TS. Trần Đăng Khâm làm Chủ nhiệm (2004), *Giải pháp tăng cường hoạt động của các ngân hàng thương mại trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, 2004, Đề tài NCKH cấp cơ sở
3. Thư ký khoa học đề tài do TS. Trần Đăng Khâm làm Chủ nhiệm (2007), *Phát triển các nhà tạo lập thị trường phát trái phiếu ở Việt Nam*, Đề tài cấp Bộ, mã số B2007.06.39.

BÀI VIẾT TẠP CHÍ, HỘI THẢO

1. *Nâng cao hiệu quả huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu Chính Phủ của Quỹ Hỗ trợ phát triển giai đoạn 2006 – 2010*, Tạp chí Phát triển Kinh tế, số 185 năm 2006
2. *Đánh giá thị trường phát hành trái phiếu Chính Phủ giai đoạn 2000 – 2006*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 105, năm 2006.
3. *Tiếp cận hỗ trợ tín dụng của doanh nghiệp nhỏ và vừa – nhìn từ góc độ chính sách*, Hội thảo khoa học “Khó khăn, thách thức do biến động kinh tế vĩ mô và đề xuất của doanh nghiệp Việt Nam”. tổ chức tại trường ĐH KTQD, Hà Nội, tháng 10/2008
4. *Một số giải pháp phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển tháng 3/2009
5. *Dự báo thị trường chứng khoán Việt Nam qua phân tích kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000 – 2008*. Tạp chí Kinh tế và Phát triển. Số 143, năm 2009
6. *Khó khăn, thách thức của thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2009 và một số gợi ý về giải pháp*, Hội thảo khoa học quốc gia “Ngăn chặn suy giảm kinh tế Việt Nam”. GPXB số 338 – 2009/CXB03 – 09 ĐHKQTQD HN. Hà Nội tháng 5/2009

TÀI LIỆU THAM KHẢO

TIẾNG VIỆT

1. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2009), *Dự thảo đề cương chi tiết KH PTKTXH năm 2011 - 2015*, Hà Nội.
2. Bộ Tài chính (2006), *Quyết định số 2276/QĐ-BTC về việc tập trung đấu thầu trái phiếu Chính Phủ tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội*, Hà Nội.
3. Bộ Tài Chính (2006), *Quyết định số 46/2006/QĐ – BTC về việc ban hành Quy chế về việc phát hành trái phiếu Chính Phủ theo lô lớn*, Hà Nội.
4. Bộ Tài chính (2006), *Quyết định “Về việc tập trung đấu thầu trái phiếu Chính Phủ tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội”*, Hà Nội.
5. Bộ Tài Chính (2008), *Quyết định số 62/QĐ-BTC “Về việc công bố danh sách thành viên bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương năm 2008”*, Hà Nội.
6. Bộ Tài chính (2008), *Quyết định số 46/2008/QĐ-BTC về việc ban hành Quy chế Quản lý giao dịch trái phiếu Chính Phủ tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội*, Hà Nội.
7. Bộ Tài Chính (2008), *Quyết định số 86/QĐ-BTC “Phê duyệt Đề án xây dựng thị trường giao dịch Trái phiếu Chính Phủ (TPCP) chuyên biệt”*, Hà Nội.
8. Bộ Tài Chính (2008), *Quyết định về việc ban hành quy chế quản lý giao dịch Trái phiếu Chính Phủ tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội*.
9. Bộ Tài chính (2008), *Quyết định Về việc ban hành Quy chế Quản lý giao dịch trái phiếu Chính Phủ tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội*, Hà Nội.
10. Bùi Kim Yến và tập thể tác giả (2008), *Giáo trình: Thị trường tài chính thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê.
11. Bùi Nguyên Hoàn (1995), *Việt Nam với thị trường chứng khoán*, NXB Chính trị quốc gia, Hà Nội.

12. Chính Phủ (2003), *Nghị định số 141/2003/NĐCP về việc phát hành trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh, và trái phiếu chính quyền địa phương*. Hà Nội.
13. Chính Phủ (2006), *Nghị định 52/2006/NĐ-CP ngày 19/05/2006 về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp*, Hà Nội.
14. Dương Tuấn Ngọc (2009), *Hoàn thiện hệ thống thanh toán giao dịch trái phiếu Chính Phủ tại thị trường chứng khoán Việt Nam*, Đề tài khoa học của UBCKNN. Hà Nội
15. Đảng Cộng sản Việt Nam (2000), *Văn kiện đại hội Đảng cộng sản Việt Nam lần thứ IX*, NXB Sự thật, Hà Nội.
16. Điệp Gia Luật, *Thị trường trái phiếu đô thị ở Việt Nam*, T/c KTPT số 215, tháng 9/2008. TPHCM
17. Frederic S Mishkin (1994), *Tiền tệ, Ngân hàng và Thị trường tài chính*, Nhà xuất bản Khoa học và kỹ thuật, Hà Nội
18. John Maynard Keynes (1994), *Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ*, NXB Giáo dục, Hà Nội
19. Kho bạc Nhà nước (2000 – 2009), *Báo cáo hoạt động huy động vốn*, Hà Nội.
20. Lê Hoàng Nga (2009), *Giải pháp hình thành và phát triển nhà tạo lập thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp UBCK, Hà Nội.
21. Lương Xuân Quỳ (2009), *Vai trò của Nhà nước Việt Nam trong quá trình chuyển sang nền kinh tế thị trường định hướng XHCN và hội nhập kinh tế quốc tế*. Đề tài cấp Nhà nước KX01.12/06-10, Hà Nội.
22. Lưu Thị Hương (2005), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*, NXB Thống kê, Hà Nội.
23. Ngân hàng Phát triển Việt Nam (2005 - 2009), *Báo cáo kết quả phát hành trái phiếu Chính Phủ*, Hà Nội.
24. Nguyễn Đình Thọ (2008), *Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam*, Tạp chí Phát triển kinh tế. Số 216, TPHCM

25. Nguyễn Hữu Tài (2002), *Giáo trình Lý thuyết Tài chính - Tiền tệ*, Trường ĐHKQTĐ, NXB Thống kê, Hà Nội.
26. Nguyễn Kế Tuấn, *Kinh tế Việt Nam năm 2005, 2006, 2007, 2008*, NXB ĐHKQTĐ, Hà Nội.
27. Nguyễn Sơn (2009), *Giải pháp phát triển ổn định thị trường chứng khoán Việt Nam sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, nhằm tạo kênh huy động vốn trung và dài hạn cho doanh nghiệp*. Kỷ yếu hội thảo “Tài trợ vốn cho doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh hậu lạm phát và suy giảm kinh tế”. Hà Nội.
28. Nguyễn Thị Quy (2008), *Nghiên cứu phát triển thị trường tài chính trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế kinh nghiệm của Hàn Quốc và vận dụng vào Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học, Hà Nội.
29. Nguyễn Văn Nam (2009), *Hướng tới nền kinh tế thị trường hiện đại ở Việt Nam và các giải pháp hoàn thiện*, Đề tài cấp Nhà nước KX01.11/06-10, Hà Nội.
30. Nguyễn Văn Nam và Vương Trọng Nghĩa (2002), *Giáo trình Thị trường Chứng khoán*, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội.
31. Phạm Anh Thư (2008), *Phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2008 - 2020*. Luận văn thạc sĩ, TP HCM
32. Phạm Trọng Bình (2001), *Cơ sở lý luận và thực tiễn cho việc phát triển Thị trường trái phiếu ở Việt Nam*, Đề tài khoa học, Hà Nội.
33. Quốc hội (2005), *Luật Doanh nghiệp*, Hà Nội.
34. Quốc Hội (2006), *Luật chứng khoán*, Hà Nội.
35. Thủ tướng Chính Phủ (2007), *Quyết định về việc phê duyệt đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020*, Hà Nội.
36. Thủ tướng Chính Phủ (2007), *Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg Về việc phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020*, Hà Nội.

37. Trần Đăng Khâm (2002), *Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Hà Nội.
38. Trần Đăng Khâm - Trịnh Mai Vân (2006), *Đánh giá thị trường phát hành trái phiếu Chính Phủ giai đoạn 2000 – 2006*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 105, năm 2006 (đồng tác giả).
39. Trần Đăng Khâm - Trịnh Mai Vân (2009), *Dự báo thị trường chứng khoán Việt Nam qua phân tích kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000 – 2008*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển. Số 143, tháng 5 /2009.
40. Trần Đăng Khâm (2004), *Giải pháp tăng cường hoạt động của các ngân hàng thương mại trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Đề tài NCKH cấp cơ sở
41. Trần Đăng Khâm (2006), *Định giá trái phiếu chuyển đổi (Liên hệ đến Ngân hàng ngoại thương Việt Nam)*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.
42. Trần Đăng Khâm (2007), *Phát triển các nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt Nam*, Đề tài cấp Bộ Mã số B2007.06.39, Hà Nội.
43. Trần Đăng Khâm (2007), *Thị trường chứng khoán phân tích cơ bản*, NXB ĐH Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
44. Trần Hải Đăng (2006), *Phát triển hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Hà Nội.
45. Trần Thị Thanh Tú (2006), *Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Hà Nội.
46. Trần Thị Thanh Tú (2007), *Sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam*. Diễn đàn phát triển Việt Nam, Hà Nội.
47. Trần Xuân Hà (2004), *Sử dụng công cụ trái phiếu Chính Phủ để huy động vốn cho đầu tư phát triển ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Hà Nội.
48. Trịnh Mai Vân (2005), *Phát triển thị trường trái phiếu Chính Phủ ở Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Hà Nội.
49. Trịnh Mai Vân (2006), *Nâng cao hiệu quả huy động vốn bằng hình thức phát hành trái phiếu Chính Phủ của Quỹ Hỗ trợ phát triển giai đoạn 2006 – 2010*, Tạp chí Phát triển Kinh tế, số 185 năm 2006

50. Trịnh Mai Vân (2009), *Khó khăn, thách thức của thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2009 và một số gợi ý về giải pháp*, Hội thảo khoa học quốc gia “Ngăn chặn suy giảm kinh tế Việt Nam”. GPXB số 338 – 2009/CXB03 – 09 ĐHKQTĐ HN, Hà Nội.
51. Trịnh Mai Vân (2009), *Một số giải pháp phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam*, Số Đặc san, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.
52. Trương Thái Phương (2002), *Cơ sở lý luận và thực tiễn phát hành trái phiếu Chính Phủ ra quốc tế*, Đề tài cấp Bộ, Hà Nội.
53. Trương Thị Ngọc Hải (2008), *Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam*, Luận văn thạc sĩ, TP HCM
54. UBCKNN (2007), *Báo cáo kết quả khảo sát thị trường trái phiếu Hàn Quốc và Đài Loan*, Hà Nội
55. Ủy ban Chứng khoán, *Series 7 (tài liệu dịch)*, Hà Nội.
56. Ủy ban Tài chính – Ngân sách (2009), *Báo cáo thẩm tra Phương án phân bổ vốn trái phiếu Chính Phủ năm 2009*, Hà Nội.
57. Viện Chiến lược phát triển (2009), *Báo cáo tổng hợp đề án Xây dựng chiến lược phát triển đất nước thời kỳ đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2045*”, Hà Nội.
58. Viện khoa học tài chính (2008), *Tài chính Việt Nam 2008*, NXB Tài chính, Hà Nội.
59. www.dantri.com.vn
60. www.dddn.com.vn
61. www.gso.gov.vn
62. www.hnx.org.vn
63. www.hose.org.vn
64. www.rav.vn
65. www.mpi.gov.vn
66. www.ssc.gov.vn
67. www.thesaigontimes.vn
68. www.tinnhanhchungkhoan.vn
69. www.vneconomy.com.vn
70. www.vi.wikipedia.org

TIẾNG NƯỚC NGOÀI

71. Asianbondonline.adb.org
72. Hoang Ha (2008), *The Korean experiences in the development of corporate bond market a lesson for Vietnam at present and in the coming time*. Sogang University. Korean
73. Michael Briers, Suresh Cugenesan , Paul Martin and Reuben Segara (1999), *Asian Bond Markets: Their Role in the Asian Crisis*, SIRCA Working Paper.
74. Park Junghoon (2004), *Study on Korea's corporate bond market and its implications on China's bond market development*, World Bank study paper.
75. Pengxu, *Corporate Financing Choices, Deregulations and Corporate Bond Market Development:Lessons from Japan*, Journal of International Economic Studies (2008), No.22, 1–17.
76. Peter S. Rose (2003), *Money and Capital Markets*, 8th Edition; 2003
77. Satoshi Shimizu, (2008). *Corporate Bond Market of Korea, Malaysia and Thailand*, Journal of International Economic Studies (2008) No.22
78. Sungmin Kim, (2002), *Structure Change in the Corporate Bond Market in Korea after the Currency Crisis*, Bank of Korea.
79. The Ministry of Finance of SRV, Vietcombank and Deutschebank (2004), *Developing the bond market in Vietnam*. Hanoi.

PHỤ LỤC 1

KHÁI QUÁT QUÁ TRÌNH KINH TẾ VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2000 - 2009

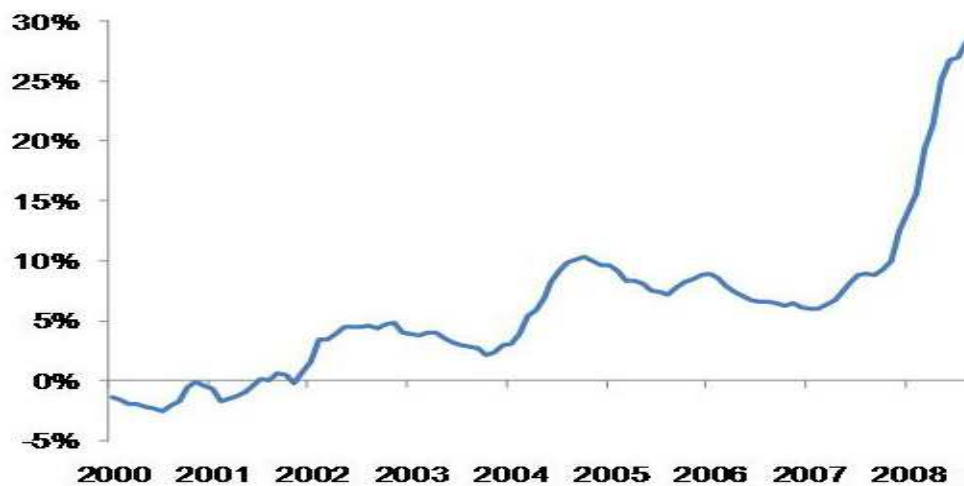
Trong quá trình đổi mới, Việt Nam luôn đạt và duy trì được tốc độ tăng trưởng GDP cao (tốc độ tăng bình quân 6,8%, thời kỳ 1991 đến nay đạt bình quân 7,5%) [26], [61]. Tốc độ tăng trưởng nói trên thuộc nhóm đầu châu lục, chỉ sau Trung Quốc, quốc gia đứng hàng đầu trong khu vực và cả trên thế giới.

Từ năm 2000 đến 2008, Việt Nam đã duy trì được tốc độ tăng trưởng nhanh, cao nhất, Nếu tốc độ tăng trưởng bình quân thời kỳ 2000-2005 là 7,5%, năm 2006 đạt 8,2% thì năm 2007, con số này đã đạt 8,6%, cao hơn năm 2005. Năm 2008, tốc độ tăng trưởng có giảm và chỉ đạt 6,2%, tuy nhiên đây cũng là con số ở mức cao mặc dù Việt Nam cũng đang chịu ảnh hưởng chung của sự suy thoái kinh tế toàn cầu, cũng như những khó khăn đột xuất của nền kinh tế trong nước xảy ra [21], [39], [65]. Do tác động của suy giảm kinh tế đã làm cho lạm phát của Việt Nam năm 2008 (khoảng 19,8%), đạt mức kỷ lục nhất trong suốt giai đoạn từ 2000 – 2009

Bảng: Các chỉ tiêu kinh tế chủ yếu Việt Nam giai đoạn 2000 - 2009

Năm	GDP (nghìn tỷ đồng) (Giá cố định)	Tốc độ tăng trưởng (%)	Tỷ lệ thất nghiệp (%)
2000	273,7	6,8	6,4
2001	292,5	6,9	6,3
2002	313,2	7,1	6,0
2003	336,2	7,3	5,8
2004	362,4	7,8	5,6
2005	392,1	8,4	5,3
2006	425,1	8,2	4,8
2007	461,4	8,6	4,3
2008	490,1	6,2	4,6
2009	515,9	5,3	4,7

(Nguồn: Tổng cục Thống kê và Bộ Lao động, Thương binh và Xã hội)



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Biểu đồ: Diễn biến lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2000 - 2008

Có thể nhận thấy rằng giai đoạn 2000 – 2009, kinh tế Việt Nam đã có những bước tiến vượt bậc. Đây là một yếu tố cơ bản để đảm bảo Việt Nam có thể sớm vượt ngưỡng nước đang phát triển có thu nhập thấp, tạo điều kiện để từng bước phát triển và hội nhập với kinh tế quốc tế. Tuy nhiên theo đánh giá của nhiều chuyên gia, việc phát triển này mới chỉ ở bề rộng chứ chưa đi vào chiều sâu và như vậy sẽ rất dễ bị “tổn thương” khi có biến động xảy ra. Qua những số liệu trên ta có thể phác họa quá trình phát triển kinh tế Việt Nam giai đoạn 2000 – 2009 như sau:

1. Từ năm 2000 đến tháng 7/2004: Giai đoạn đầu của sự tăng trưởng

Đây là giai đoạn tăng trưởng tốt nhất của KTVN: GDP tăng trưởng ổn định và vững chắc, từ 6,8% năm 2000 lên 7,8% năm 2004; tỷ lệ thất nghiệp giảm mạnh; lạm phát luôn duy trì ở mức thấp dưới 3%. Kết quả của giai đoạn này thể hiện chính sách vĩ mô của Việt Nam được điều hành khá tốt: Chính Phủ (CP) tiếp tục đẩy mạnh cung tiền qua kênh tín dụng và đầu tư công; thu hút mạnh đầu tư nước ngoài, bao gồm cả đầu tư chính thức và qua con đường kiều hối; cải cách mạnh mẽ doanh nghiệp Nhà Nước (DNN) thông qua cổ phần hoá; v.v... Năm 2003, Việt Nam đạt

được mức tăng trưởng ở điểm sản lượng tiềm năng, GDP tăng so với năm trước là 7,3% và lạm phát chỉ có 3,1%.

Tuy nhiên, chính sách vĩ mô đã cho thấy những tác động tiêu cực: Do tăng cung tiền vượt mức, lạm phát tăng cao trở lại; hiệu quả của đầu tư công bao gồm cả đầu tư của DNNN thấp, do vậy năng lực sản xuất của nền kinh tế ít được cải thiện, thậm chí không tăng (Sản lượng thực tế tăng là do yếu tố khai thác các tiềm năng sẵn có nhờ thay đổi cơ chế quản lý và động lực mới trong cổ phần hoá, hơn là hiệu quả do đầu tư mới); Năm 2004, khi mức tăng trưởng sản lượng lớn hơn mức sản lượng tiềm năng, lạm phát bắt đầu tăng nhanh 7.8%.

2 Từ tháng 7/2004 đến tháng 6/2007: Giai đoạn tăng trưởng sau

Giai đoạn này vẫn cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ: GDP tăng trưởng 7,8% năm 2004 và luôn duy trì ở mức cao hơn 8% các năm tiếp theo [26]; tỷ lệ thất nghiệp luôn thấp và có xu hướng giảm sút. Tuy nhiên, đã cho thấy dấu hiệu của tăng trưởng kinh tế nóng khi tăng trưởng GDP thực tế của Việt Nam đã vượt quá GDP tiềm năng, lạm phát luôn ở mức cao và có xu hướng tăng nhanh.

Mặc dù đã tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 3% lên 5% nhằm hạn chế tăng trưởng tín dụng, Chính phủ VN vẫn tiếp tục tăng chi tiêu công [65]. Tuy nhiên, hiệu quả đầu tư công vẫn chưa được xem xét một cách đúng mức nên mặc dù vẫn tạo điều kiện thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cho các năm cuối của giai đoạn tăng trưởng, song do năng lực sản xuất của nền kinh tế ít được cải thiện nên tạo nguy cơ phát triển thiếu bền vững, đặc biệt khi bội chi ngân sách ngày càng lớn cả về giá trị tuyệt đối và tỷ trọng so với GDP. Hơn nữa, theo các chuyên gia kinh tế, Việt Nam đã sai lầm khi chú trọng đầu tư các dự án thâm dụng vốn và thâm dụng nhập khẩu. Đó là các dự án có vốn đầu tư lớn, sử dụng nhiều tư liệu sản xuất và nguyên vật liệu nhập khẩu, trong khi đó, lại sử dụng ít lao động và nguồn tài nguyên sẵn có của đất nước.

Phản ánh diễn tiến đó của nền kinh tế, thị trường cổ phiếu tăng trưởng mạnh mẽ và đạt đỉnh vào tháng 1 năm 2007 khi Vnindex đạt 1170,67 điểm với tổng vốn hoá toàn thị trường đạt 35%GDP, tăng 38% so với năm 2006. Bên cạnh TTCK, thị trường bất động sản cũng liên tục nóng lên do yếu tố đầu cơ từ các nhà đầu tư trong

nước, từ đầu tư nước ngoài (có tới 40% số tiền đầu tư trực tiếp vào Việt Nam năm 2007 là đầu tư vào bất động sản (BDS) và cá biệt, tại Tp.HCM có tới 85% các dự án đầu tư trong năm 2007 là đầu tư vào BDS).

Mặc dù Chính Phủ đã tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên 5%, lãi suất cơ bản được Ngân hàng Nhà Nước (NHNN) tăng 2 lần (từ mức 7,5% năm 2004 lên 7,8% vào 3/1/2005 và 8,25% ngày 1/12/2006), song mức dư nợ của các NHTM vẫn tăng mạnh. Điều nguy hiểm là một lượng dư nợ lớn liên quan đến bất động sản và chứng khoán (Theo số liệu chính thức, khoảng 130 ngàn tỷ dư nợ liên quan đến bất động sản và khoảng 13 ngàn tỷ liên quan đến chứng khoán. Tuy nhiên, số liệu thực tế có thể lớn hơn nhiều)

Do giá bất động sản và chứng khoán lên cao, nhiều NHTM, tập đoàn kinh tế, doanh nghiệp chuyển hướng đầu tư sang lĩnh vực này; nhiều ngân hàng thương mại (NHTM), công ty chứng khoán, công ty tài chính được thành lập ồ ạt với mục tiêu bán chứng khoán hơn là để kinh doanh dịch vụ tài chính; các nhà đầu tư nước ngoài cũng tăng cường hoạt động đầu tư vào hai thị trường này thông qua đầu tư trực tiếp và qua thân nhân ở trong nước. Thị trường bất động sản và TTCK trở nên quá nóng và xu hướng đi xuống trở thành tất yếu khi Nhà nước can thiệp nhằm giảm nhiệt thị trường: CP đã có những quy định nhằm hạn chế tăng trưởng tín dụng, hạn chế cho vay đầu tư chứng khoán, tăng cường kiểm soát tín dụng, v.v...

3. Từ tháng 6/2007 đến tháng 3/2008: Giai đoạn tăng trưởng chậm

Nhận thức được nguy cơ tăng trưởng kinh tế nóng, CPVN đã thực hiện một số giải pháp:

- *Chính sách tiền tệ*: Các công cụ của chính sách tiền tệ được sử dụng đa dạng hoá hơn, mạnh mẽ hơn. Trước hết, mức lãi suất cơ bản, lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn cho các NHTM vốn vẫn giữ ổn định từ năm 2005 đến tháng 1 năm 2008 đã được nâng lên từ 1/2/2008 (Lãi suất cơ bản là 8.25%/năm). NHNN thực hiện các công cụ mang tính trực tiếp tác động tới khối lượng tiền (M1 và M2) thông qua nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc với hệ thống NHTM (11% đối với tiền gửi có kỳ hạn dưới 12 tháng) và phát hành trực tiếp 20.300 tỷ đồng tín phiếu cho các NHTM Việt

Nam (17/3/2008). Điều này được ví giống như sử dụng động tác “phanh gấp” của CP nhằm chặn đà lạm phát khi rút một lượng tiền lớn ra khỏi vòng xoáy lưu thông và lập tức có tác động tai hại tới cỗ máy kinh tế đang chạy quá công suất.

Chính sách tiền tệ đã đạt được mục tiêu kiểm soát tín dụng, song lại gây bất ổn đối với hệ thống ngân hàng khi lãi suất huy động tăng cao (lãi suất cho vay qua đêm tại thời điểm tháng 3/2008 đã lên mức 41%), và đây chính là thời điểm một số NHTM khủng hoảng về khả năng thanh toán, đồng thời, làm tăng chi phí vốn cho các doanh nghiệp vốn có hiệu quả sử dụng vốn không cao.

Tuy nhiên, dư nợ tín dụng vẫn tăng trưởng ở mức cao, tăng 63% trong vòng 1 năm tính tới tháng 3 năm 2008 (trong khi 12 tháng trước đó là 12%). Nguyên nhân của hiện tượng này là do NHNN buộc phải mua 10 tỷ đô la Mỹ trong vòng 1 năm nhằm ngăn chặn nguy cơ tiền đồng lên giá khi dòng vốn nước ngoài ào ạt chảy vào Việt Nam, và như vậy sẽ có một lượng tiền đồng lớn được tung ra ngoài thị trường, làm cung tiền đồng tăng mạnh. Dư nợ tăng cao chủ yếu là từ các NHTM cổ phần. Số lượng ngân hàng cổ phần tăng nhanh cùng với tăng trưởng tín dụng quá mức cũng đồng nghĩa chất lượng tín dụng đang ngày càng đi xuống, làm tăng rủi ro cho mỗi ngân hàng và nguy cơ đổ vỡ hệ thống. Ước tính thời điểm đầu năm 2008, 10% dư nợ tín dụng là đầu tư vào bất động sản, trong khi cả năm 2007 là 3%.

- *Chính sách tài chính:* Sau một thời gian rất dài tăng trưởng chi ngân sách và ngân sách luôn trong tình trạng bội chi, vấn đề cắt giảm Ngân sách và chi tiêu CP chỉ bắt đầu được đề cập từ cuối tháng 3/2008 và trong cuộc họp của UBTV Quốc hội Việt Nam ngày 22/4/2008, việc hợp thức hóa cắt giảm chi tiêu chính sách tài khóa trong năm 2008 mới trở thành hiện thực. Tuy nhiên, hiệu quả cắt giảm chi tiêu công lại là vấn đề cần bàn. Việc điều chỉnh ngược chiều (tăng chi tiêu công và hạn chế tín dụng) đã không làm suy giảm được lạm phát cao, hơn nữa, lại gây sự dựa dẫm vào Ngân sách và giảm sút mức độ hiệu quả của chi tiêu công.

- *Chính sách tỷ giá:* Việt Nam vẫn duy trì tỷ giá gần như cố định xoay quanh mức 0.75% trong khi lạm phát tăng cao đã làm cho đồng Việt Nam mất nhiều giá trị hơn đồng USD. Điều này làm cho Việt Nam đồng có giá trị cao hơn

so với thực tế tương quan lạm phát giữa Mỹ và Việt Nam và làm cho nhập siêu trong giai đoạn tới bắt đầu từ cuối tháng 3 tăng nhanh chóng: hàng hóa nước ngoài trở nên rẻ hơn tương đối so với hàng Việt Nam, người dân Việt Nam chi tiêu nhiều hơn cho hàng nhập khẩu, bao gồm cả hàng hóa tiêu dùng lẫn yếu tố đầu vào cho quá trình sản xuất. Đây là chính sách sai lầm khi KTVN đang dựa nhiều hơn vào chính sách xuất khẩu.

Các biện pháp hành chính can thiệp thị trường ngoại hối có vẻ làm suy giảm thị trường chợ đen và tạo tỷ giá ổn định, song thực tế, thị trường ngầm lại càng phát triển do chênh lệch giữa tỷ giá thị trường chính thức và phi chính thức, trong khi, hoạt động kinh tế đối ngoại của các doanh nghiệp bị cản trở. Do đầu tư nước ngoài tăng cộng với lượng kiều hối đổ về nhiều, CP đã phải mua lượng ngoại tệ dự trữ lớn, đẩy tăng lượng cung tiền đồng trong nền kinh tế. Tuy nhiên, do hiện tượng đầu cơ Việt Nam đồng của các tổ chức đầu tư nước ngoài, có lúc thị trường tiền đồng khan hiếm, gây cản trở cho hoạt động của các doanh nghiệp.

Mặc dù về lý thuyết, khủng hoảng kinh tế toàn cầu ít ảnh hưởng tới Việt Nam do mức độ tham gia vào thị trường thế giới chưa cao, song Việt Nam cũng chịu nhiều tác động của khủng hoảng kinh tế thế giới: Xuất khẩu giảm sút; hiện tượng rút vốn về nước của các nhà đầu tư nước ngoài; lượng kiều hối giảm sút; hoặc ngược lại, Việt Nam sẽ nhận được dòng vốn đầu tư nước ngoài cao hơn và nền kinh tế phụ thuộc quá nhiều vào yếu tố nước ngoài.

Lạm phát cao tại Việt Nam cũng phần nào do tác động của yếu tố tăng giá trên thị trường quốc tế: Giá xăng dầu lên cao buộc CP đẩy tăng giá trên thị trường trong nước; một số giá nguyên liệu thiết yếu cho nền kinh tế và giá hàng nhập khẩu tăng; v.v... Năm 2007, nhập khẩu của Việt Nam tăng 39,4%, đạt mức 62,7 tỷ Đô la Mỹ, trong đó: tư liệu sản xuất tăng 59%; nhập khẩu thép tăng 74%; Máy tính, linh kiện điện tử tăng 45%; Các nguyên liệu nhập khẩu cho giày da, dệt may cũng tăng cao. Giá trị nhập khẩu của Việt Nam tiếp tục xu hướng tăng cao trong năm 2008. Nhập khẩu tăng cao là nguyên nhân dẫn đến thâm hụt tài khoản vãng lai trầm trọng, khoảng 10% GDP. Nhập siêu tính trên giá FOB khoảng 11 tỷ đô la, bằng khoảng

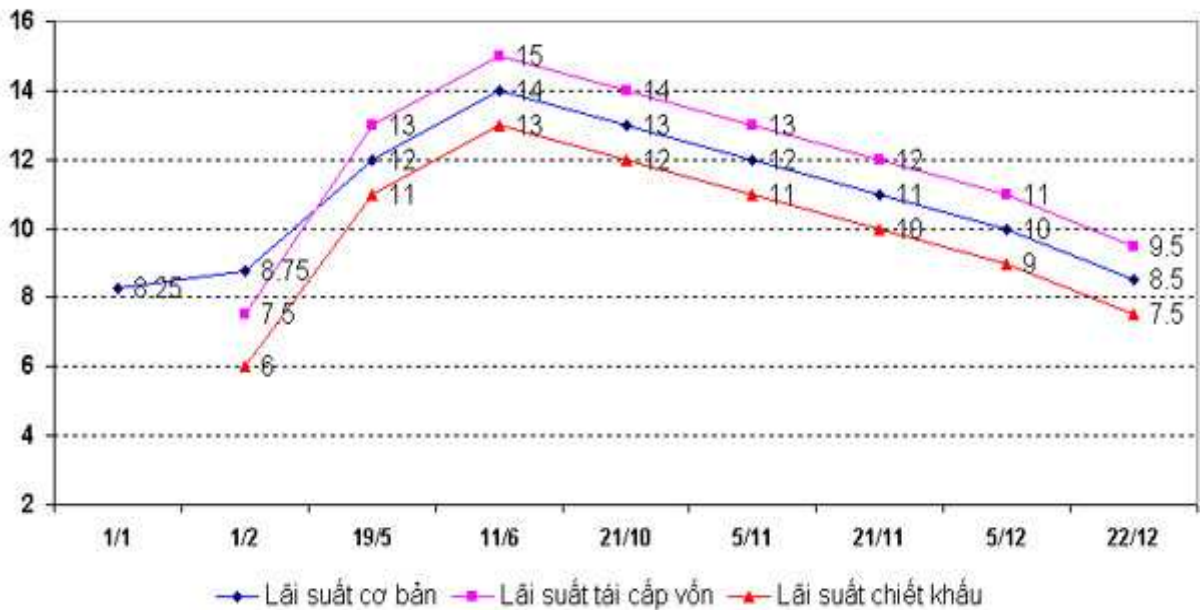
15% GDP [61]. Các yếu tố này làm cho chi phí sản xuất tăng lên, làm cho lạm phát ở Việt Nam có vẻ do nguyên nhân chi phí đẩy. Tuy nhiên, có thể nói, yếu tố nội tại nền kinh tế và chính sách tăng cầu do tăng trưởng tín dụng và chi tiêu công (bao gồm cả chi tiêu của khu vực DNNN) mới là nguyên nhân chính của lạm phát cao giai đoạn này.

4. Từ tháng 3/2008 đến tháng 12/2008: Giai đoạn kinh tế Việt Nam suy thoái

Cần khẳng định, Việt Nam chính thức đi vào suy thoái kinh tế từ thời điểm tháng 3 năm 2008 với các dấu hiệu sản xuất đình đốn, suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế (Năm 2008 chỉ đạt 6,23%, thấp nhất trong chu kỳ 9 năm 2000-2008), lạm phát cao và thất nghiệp gia tăng [26], [65]. Giai đoạn suy thoái kinh tế kéo dài bao lâu là câu hỏi luôn được nhiều đối tượng quan tâm. Để trả lời cho câu hỏi này, cần phân tích chi tiết hơn diễn biến nền kinh tế năm 2008, đặc biệt là điều tiết của CP bởi đây là tác nhân quan trọng nhất giai đoạn hiện nay.

Chính sách tiền tệ vẫn là công cụ chủ lực trong điều tiết kinh tế của CP. Thay cho chính sách thắt chặt và linh hoạt nửa đầu năm 2008 nhằm kiểm soát lạm phát, CP đã thực hiện chuyển dần sang nói lỏng một cách thận trọng những tháng cuối năm nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế.

Năm 2008, NHNN đã 3 lần tăng và 5 lần giảm lãi suất cơ bản. Lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu cũng có tần suất điều chỉnh tương ứng; Tỷ lệ dự trữ bắt buộc có 1 lần tăng trong tháng 2, 4 lần giảm trong 3 tháng cuối năm (2 lần giảm đối với dự trữ bằng ngoại tệ); Lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc có 5 lần điều chỉnh (3 lần tăng, 2 lần giảm); Biên độ giao động tỷ giá được điều chỉnh 3 lần nói rộng, từ +/-0,75% lên +/-3%; tỷ giá bình quân liên ngân hàng 2 lần được điều chỉnh mạnh, vào tháng 6 và cuối tháng 12. Bên cạnh việc phát hành 20.300 tỷ đồng tín phiếu bắt buộc (17/3/2008), NHNN đã 2 lần điều chỉnh lãi suất cho tín phiếu, 1 lần tăng từ 7,8% lên 13%, tháng 12 giảm xuống còn 4,5%.



(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Biểu đồ: Diễn biến các lãi suất chủ chốt năm 2008 (%)

Sự thay đổi chính sách đã ảnh hưởng lớn đến hoạt động của các NHTM. Nhiều NHTM khả năng thanh khoản rất kém thời điểm tháng 5 và tháng 6 năm 2008, khi cuộc đua lãi suất đạt đỉnh điểm: lãi suất cho vay 43% năm; Lãi suất huy động trong dân cư lên tới trên 19%/năm, cá biệt có trường hợp áp tới 20%/năm. Hoạt động cho vay của nhiều NHTM cầm chừng, doanh nghiệp vay vốn khó khăn cả về lãi suất cao lẫn khả năng tiếp cận vốn, tín dụng tiêu dùng gần như bị cắt bỏ, tốc độ tăng trưởng tín dụng bước vào vùng thấp nhất trong năm (liên tục tăng dưới 1%/tháng, thậm chí có tháng 0%; cả năm ước chỉ tăng khoảng 21% thay vì mức dự kiến không chế 30%).

Từ cuối tháng 7/2008, Cơ chế cho vay mới cùng với sự hỗ trợ của NHNN, nguồn vốn khả dụng của hệ thống tăng mạnh lên, lãi suất trên thị trường bắt đầu có xu hướng giảm: lãi suất huy động khoảng 8%/năm và lãi suất cho vay tối đa 12,75%/năm. NHNN đã cấp phép thành lập 3 ngân hàng mới trước khi dừng cấp phép để sửa đổi quy chế thành lập và hoạt động của ngân hàng mới, đồng thời, chính thức cấp những giấy phép lập ngân hàng con 100% vốn ngoại đầu tiên cho HSBC, ANZ và Standard Chartered.

Thị trường tín dụng trở nên cạnh tranh lớn hơn và nhiều ngân hàng đã bộc lộ rõ những yếu kém: Nợ xấu của toàn hệ thống tăng nhanh, đặc biệt là khối NHTM cổ phần. Nợ xấu của các ngân hàng sẽ còn tăng khi các doanh nghiệp thua lỗ, giải thể, phá sản, đặc biệt là các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản; nhiều ngân hàng bị thua lỗ hoặc lợi nhuận giảm sút. Các NHTM càng gặp khó khăn hơn khi NHNN thực hiện kiểm soát tín dụng, đặc biệt là cho vay bất động sản, chứng khoán và cho vay tiêu dùng. Tuy nhiên, thông tin về hệ thống ngân hàng đã được cải thiện tích cực hơn. Nhiều sai phạm của các NHTM được công khai, người dân được trực tiếp phản ánh các sai phạm của các NHTM qua đường dây nóng của NHNN.

Năm 2008, biên độ tỷ giá liên tiếp 3 lần nới rộng, 2 lần được tăng mạnh trực tiếp ở tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Tuy nhiên, tỷ giá vẫn thiếu ổn định và có lúc tăng tới trên 19.500 VNĐ. Việc can thiệp điều chỉnh tỷ giá ổn định trở lại mức 17.000 – 18.000 làm giá trị thực của VNĐ được định giá quá cao và có tác động tiêu cực tới xuất khẩu. Cán cân vãng lai tiếp tục thâm thủng, nhập siêu vẫn cao. Trong khi đó, nhập khẩu vẫn có xu thế tăng cao, đặc biệt là nhập khẩu tư liệu sản xuất. Năm 2008, nhập khẩu vàng cũng tăng cao (4 tháng đầu năm 2008 nhập 40 tấn vàng, trị giá khoảng 1,2 tỷ đô la)

Về chính sách tài chính, Chính Phủ yêu cầu các bộ ngành và DNNN rà soát lại các dự án công trong năm 2008: Các dự án không đủ vốn và lỗi thời sẽ bị cắt giảm; yêu cầu DNNN xem xét dự án trên cơ sở phân tích hiệu quả dự án. Ngày 18/5/2008, có 28 Bộ, Ngành trung ương, 43 tỉnh thành phố và 8 tập đoàn kinh tế báo cáo quyết định tạm hoãn, ngừng hoặc chấm dứt 995 dự án sử dụng kinh phí Nhà nước trị giá 3.983 tỷ đồng, tương đương 7,8% ngân sách đầu tư. Các dự án được đầu tư thông qua phát hành trái phiếu CP cũng được điều chỉnh giảm 9.000 tỷ đồng. Đối với chi thường xuyên, Chính Phủ đề nghị cắt giảm 10%, tương đương 2.700 tỷ đồng. CP cũng yêu cầu các bộ ngành, địa phương nâng cao hiệu quả chi tiêu, tăng cường thanh tra, kiểm tra kiểm soát chi tiêu, đặc biệt chi tiêu dự án, nhất là khâu thẩm định.

Tuy nhiên, thực tế hiệu quả thực tế của các biện pháp cắt giảm chi tiêu công còn chưa rõ ràng. Ví dụ điển hình là Tập đoàn VINASIN đã công bố cắt giảm tới

60% dự án đầu tư, song ngay tháng 7, Tập đoàn này lại công bố thực hiện một dự án đầu tư mới có vốn đầu tư 3 tỷ đô la Mỹ và được điều chỉnh ngay lập tức vào tháng sau đó lên quy mô 10 tỷ đô la. Một ví dụ khác là dự án nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, một dự án hoàn toàn không có tính khả thi và đã nhiều năm không được đầu tư, song đã được khởi công năm 2008. Việc cắt giảm chi tiêu công không đúng không chỉ gây thất thoát lãng phí cho ngân sách mà còn gây mất lòng tin trong cộng đồng đầu tư và làm trầm trọng hoá tác động của khủng hoảng, làm chậm tiến độ phục hồi kinh tế của đất nước [27].

Chính Phủ thực hiện gói kích thích tăng trưởng kinh tế 6 tỷ USD thông qua trợ cấp lãi suất cho doanh nghiệp vay vốn và hai tháng đầu năm 2009 đã giải ngân hơn 93.000 tỷ đồng hỗ trợ lãi suất cho doanh nghiệp; miễn giảm thuế cho các doanh nghiệp; điều chỉnh một số loại thuế suất thuế nhập khẩu nhằm hỗ trợ sản xuất trong nước và giảm nhập siêu; Tăng chi hỗ trợ người lao động mất việc làm và các chương trình an sinh xã hội; xuất lương thực cứu đói giáp hạt cho 61 địa phương; sử dụng nguồn vốn không thanh toán hết năm 2008 và nguồn vốn năm 2009 để thực hiện chủ trương kích cầu; không thu hồi, hoãn và giãn thu hồi vốn đối ứng mà các Bộ, Địa phương phải hoàn trả Ngân sách năm 2009; Ứng cho Bộ Giao thông vận tải 3.500 tỷ và Bộ NN&PTNT 1000 tỷ đồng đầu tư xây dựng cơ bản và phân bổ 4.000 tỷ cho vay vốn lãi suất 0% cho các chương trình giao thông nông thôn, kiên cố hoá kênh mương, xây dựng cơ sở hạ tầng làng nghề; v.v...

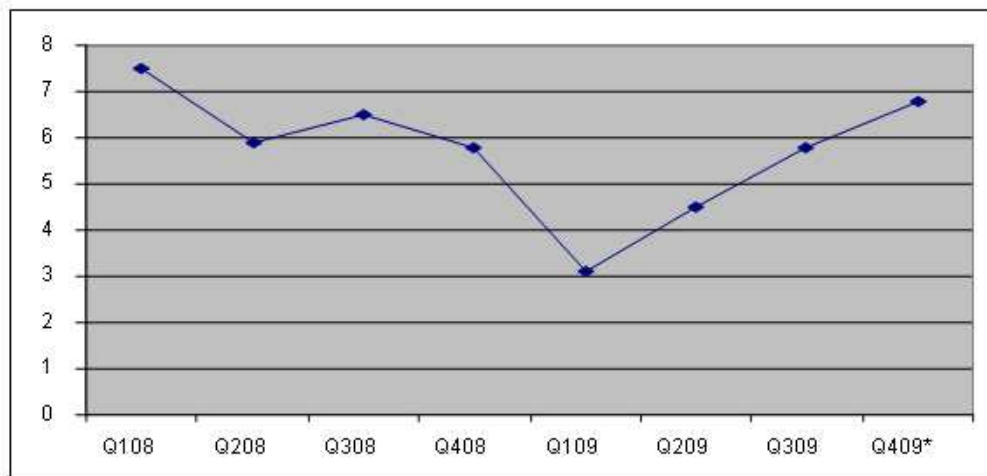
Các giải pháp kìm chế lạm phát và phục hồi kinh tế đã phần nào phát huy tác dụng. Tổng sản phẩm trong nước (GDP) năm 2008 tăng 6,23% so với năm 2007, tuy nhiên tỷ lệ lạm phát lại tăng lên 4,6%. Giá tiêu dùng tháng 12 năm 2008 so với tháng 12 năm 2007 tăng 19,89% và chỉ số giá tiêu dùng bình quân năm tăng 22,97%. Vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện năm 2008 theo giá thực tế ước tính đạt 637,3 nghìn tỷ đồng, bằng 43,1% GDP và tăng 22,2% so với năm 2007. Tính chung cả năm 2008, kim ngạch hàng hoá xuất khẩu ước tính đạt 62,9 tỷ USD, tăng 29,5% so với năm 2007. Tính chung cả năm 2008, kim ngạch hàng hoá nhập khẩu ước tính 80,4 tỷ USD, tăng 28,3% so với năm 2007.

5. Kinh tế Việt Nam năm 2009: giai đoạn ngăn chặn suy giảm và thực hiện ổn định kinh tế vĩ mô

Năm 2009, ảnh hưởng và tác động của khủng hoảng tài chính kinh tế và suy giảm kinh tế toàn cầu đã ảnh hưởng khá mạnh tới kinh tế Việt Nam. Các chính sách tài khóa năm 2009 được Chính phủ thực hiện theo như các cam kết cuối 2008, bao gồm cả những thay đổi trong chính sách thuế và tăng chi tiêu của Chính Phủ đầu tư vào các công trình cơ sở hạ tầng trong nền kinh tế. Đối với chính sách tiền tệ, về cơ bản không có nhiều thay đổi lớn. Đến 11/2009, các mức lãi suất chiếu khấu, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất cơ bản đều được nâng lên. Đây là các công cụ điều hành giúp Chính Phủ trong quá trình điều tiết chính sách tiền tệ, việc tăng lãi suất có thể hiểu như là sự thể hiện quá trình tăng lãi suất thực của nền kinh tế, khi mà thâm hụt ngân sách ở mức cao gần 7%. Trong năm 2009, các gói kích thích kinh tế cũng đã được triển khai. Bao gồm: Gói hỗ trợ lãi suất 4%; Gói hỗ trợ tiêu dùng bao gồm miễn thuế thu nhập cá nhân và hỗ trợ người nghèo ăn Tết; Gói hỗ trợ đầu tư bao gồm miễn, giảm, giãn thuế doanh thu, thuế VAT cho các doanh nghiệp và cho nông dân vay vốn không lãi suất để mua thiết bị, máy móc sản xuất công nghiệp; Đầu tư công bao gồm xây dựng kết cấu hạ tầng, nhà ở cho sinh viên và khu chung cư cho người thu nhập thấp. Tuy chưa thể đánh giá toàn diện về hiệu quả của gói kích thích kinh tế, nhưng nhìn chung nó đã đạt được mục tiêu đề ra của Chính phủ đó là ngăn chặn được đà suy giảm kinh tế và từng bước ổn định được kinh tế vĩ mô.

Trong Quý I năm 2009, tốc độ tăng trưởng kinh tế sụt giảm mạnh, chỉ đạt 3,14%, mức thấp nhất từ năm 2003 đến nay. Tất cả các khu vực của nền kinh tế quốc dân đều có sự sụt giảm rõ rệt: khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ đạt mức tăng trưởng 0,4%; khu vực công nghiệp và xây dựng đạt mức tăng trưởng 1,5%; khu vực dịch vụ tăng trưởng 5,4%. Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, đầu tàu tăng trưởng kinh tế của cả nước, cũng đạt mức tăng trưởng thấp hơn hẳn cùng kỳ các năm trước: Hà Nội tăng 3,1% và thành phố Hồ Chí Minh tăng 4%. Những dấu hiệu hồi phục bắt đầu xuất hiện từ giữa quý II/2009 phần nào phản ánh những nỗ lực hỗ trợ hoạt động kinh tế của Chính phủ trên cơ sở thực hiện đồng bộ các giải

pháp nêu trên. Trong Quý II, GDP đã tăng 4,5%, bằng 79% tốc độ tăng của quý II/2008 và cao hơn tốc độ tăng của quý I/2009 gần 1,4 điểm phần trăm. Tính chung 6 tháng đầu năm 2009, GDP tăng 3,9% so với 6 tháng đầu năm 2008. Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 1,25%; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 3,48%; khu vực dịch vụ tăng 5,5%. Những chuyển biến này tiếp tục được thể hiện trong thời gian tiếp sau của năm 2009: tốc độ tăng trưởng quý III đạt 5,8% nâng tốc độ tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm lên 4,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Mức tăng trưởng kinh tế các quý trong 9 tháng năm nay cho thấy xu hướng phục hồi của nền kinh tế nước ta ngày càng rõ nét hơn. Ước thực hiện quý IV tăng khoảng 6,8%, cao hơn gấp đôi so với tăng trưởng của quý I. Ước thực hiện cả năm 2009 tốc độ tăng trưởng kinh tế GDP đạt khoảng 5,32%, vượt mức kế hoạch đã điều chỉnh [26].



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Biểu đồ: Tăng trưởng GDP theo quý năm 2009

Bảng: Tốc độ tăng trưởng GDP của các ngành kinh tế (%)

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009
Toàn nền kinh tế	8,17	8,48	6,23	5,2
Nông lâm ngư nghiệp	3.70	3.80	4.10	3.00
Công nghiệp và xây dựng	10.38	10.22	6.11	7,6
Dịch vụ	8.29	8.85	7.18	6.50

Nguồn: Báo cáo của Chính phủ tại kỳ họp thứ sáu Quốc hội khóa XII

Có thể nhận định kinh tế Việt Nam năm 2009 như sau:

Thứ nhất, tốc độ tăng trưởng GDP toàn nền kinh tế và trong từng ngành năm 2009 thấp hơn so với những năm trước. Điều này cho thấy, ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu đã ảnh hưởng khá nặng nề đến tăng trưởng GDP của Việt Nam, cho dù chúng ta đã có nhiều chính sách và giải pháp mạnh mẽ ngăn chặn tình trạng này.

Thứ hai, sự phục hồi tăng trưởng cũng đã thể hiện khá rõ ràng và thể hiện ở hầu hết các ngành, các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế. Trong đó khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 1,9%; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 5,2% (công nghiệp tăng 3,8%, xây dựng tăng cao với 11,7%); khu vực dịch vụ tăng 6,5%. Kết quả đạt được theo các số liệu ước thực hiện cả năm so với những tháng đầu quý đầu đã đánh dấu thành công bước đầu của Chính phủ trong chỉ đạo và điều hành vĩ mô nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế.

Thứ ba, Việt Nam là một trong số rất ít các quốc gia trên thế giới duy trì được tốc độ tăng trưởng dương. Theo Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF), tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2009 chỉ đạt 2,2% so với 3,7% của năm 2008. Hầu hết các nước phát triển đều tăng trưởng âm. Tính chung, tăng trưởng kinh tế ở các nước này sẽ giảm từ 1,4% năm 2008 xuống -0,3% năm 2009, trong đó, tăng trưởng của Mỹ ở mức -0,7%, của khu vực đồng EUR là -0,5%, của Nhật Bản là -0,2% và của Anh là -1,3%). Mặc dù nhiều nước đang phát triển vẫn đạt mức tăng trưởng dương, nhưng mức tăng trưởng này lại sụt giảm so với năm 2008 do xuất khẩu và đầu tư suy giảm. Theo dự báo, mức tăng trưởng của Trung Quốc là trên 8%, của Ấn Độ là 6,3%, của các nước ASEAN5 là 4,2%, của Nga là 3,5% và của các nước Trung -Đông Âu là 2,5%.

Mặc dù đã được những kết quả ban đầu, song có thể thấy ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế toàn cầu sẽ làm cho quá trình phục hồi kinh tế của Việt Nam bị kéo dài thêm. Tuy nhiên, để có thể từng bước vượt qua suy giảm kinh tế và đi vào ổn định, phát triển trong thời gian tới [26]. Đảng và Chính Phủ Việt Nam cũng cần phải

thực hiện một số biến pháp như: cần thực hiện minh bạch hoá nền kinh tế; nâng cao hiệu quả đầu tư công theo hướng tận dụng lợi thế về lao động và nâng cao năng lực sản xuất xã hội, tránh đầu tư dàn trải phân tán như hiện nay, tăng cường giám sát xã hội đối với hoạt động đầu tư công thông qua chế độ công khai hoá về thông tin dự án; kiểm soát chặt chẽ thị trường tín dụng và hoạt động của các NHTM; điều chỉnh linh hoạt tỷ giá theo hướng thị trường, thậm chí phá giá đồng nội tệ để kích thích xuất khẩu và bảo hộ sản xuất trong nước, hạn chế nhập khẩu; cổ phần hoá triệt để nhằm tránh hiện tượng nhà nước hoá doanh nghiệp; kiểm soát và định hướng lại các tập đoàn Nhà nước theo hướng hiệu quả hơn thông qua giảm bớt sự can thiệp của nhà nước và tăng khả năng tiếp cận thị trường; chú trọng vấn đề an sinh xã hội, đặc biệt là các đối tượng dễ bị tổn thương do khủng hoảng tài chính; triệt để chống tham nhũng; tăng cường thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp; v.v...

PHỤ LỤC 2

Quá trình hoàn thiện khung pháp lý thị trường trái phiếu Việt Nam đến nay

Đã có rất nhiều các văn bản pháp luật được Chính Phủ và các Bộ, ngành ban hành từ những thập niên 90 cho đến nay. Các văn bản này đánh dấu những mốc quan trọng cũng như sự thay đổi từng bước cho phù hợp với quá trình phát triển của thị trường tài chính nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng. Dưới đây là một số văn bản pháp luật tiêu biểu:

Nghị định 72/CP ngày 26/07/1994 của Chính Phủ ban hành quy chế phát hành các loại trái phiếu Chính Phủ.

Đến năm 1994, Chính Phủ ban hành Nghị định số 120/CP ngày 17/09/1994 kèm theo quy chế tạm thời về phát hành trái phiếu, cổ phiếu của Doanh nghiệp nhà nước. Trong quy chế hướng dẫn việc phát hành, mua bán, chuyển nhượng, hình thức thanh toán, lãi suất trái phiếu, quy định điều kiện để DNNN phát hành trái phiếu và các vấn đề liên quan khác.

Năm 1995, Chính Phủ ban hành Nghị định 23/CP ngày 22/03/1995 về việc phát hành trái phiếu quốc tế. Hướng dẫn việc phát hành trái phiếu huy động vốn nước ngoài cho đầu tư sản xuất kinh doanh.

Năm 1998, Chính Phủ ban hành Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11/07/1998 về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Hướng dẫn về việc phát hành chứng khoán ra công chúng, giao dịch chứng khoán và các dịch vụ liên quan đến chứng khoán và TTCK. Nghị định được xây dựng để chuẩn bị cho sự ra đời của TTCK và tạo điều kiện kịp thời cho TTCK nước ta đi vào hoạt động.

Năm 1999, Luật Doanh nghiệp được Quốc hội thông qua ngày 12/06/1999 và có hiệu lực ngày 01/01/2000, đã thay thế cho Luật Công ty 1990 và việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp cũng được điều chỉnh theo Luật Doanh nghiệp

Đến năm 2000, quy chế phát hành trái phiếu Chính Phủ theo nghị định 72/CP ngày 26/07/1994 được thay thế bằng Nghị định 01/2000/NĐ-CP ngày 13/01/2000 ban hành quy chế phát hành trái phiếu Chính Phủ. Quy chế phát hành TPCP đã đổi mới thể hiện qua việc áp dụng phương thức phát hành trái phiếu thông qua đấu thầu qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung và bảo lãnh phát hành. Bên cạnh đó

còn quy định việc TPCP niêm yết, giao dịch trên TTCK và phân rõ trách nhiệm của các cơ quan có liên quan như Bộ Tài chính, Ngân hàng nhà nước, UBCKNN, các Bộ, các ngành,... trong việc phát hành TPCP.

Đến năm 2003, Chính Phủ ban hành Nghị định 141/2003/NĐ-CP ngày 20/11/2003 về việc phát hành TPCP, trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh, TPCQĐP thay thế cho Nghị định 01/2000/NĐ-CP. Khác với Nghị định 01/2000/NĐ-CP, bên cạnh các quy chế về phát hành TPCP, Nghị định 141/2003/NĐ-CP đưa ra các quy chế về phát hành trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh, TPCQĐP.

Tiếp theo, Chính Phủ ban hành Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán thay thế cho Nghị định 48/1998/NĐ-CP ngày 11/07/1998.

Luật Doanh nghiệp năm 2005 được Quốc hội Việt Nam khoá XI, kỳ họp thứ 8 thông qua ngày 29 tháng 11 năm 2005, có hiệu lực thi hành từ ngày 1 tháng 7 năm 2006. Luật này thay thế Luật doanh nghiệp năm 1999; Luật doanh nghiệp nhà nước năm 2003, trừ trường hợp quy định tại khoản 2 Điều 166 của Luật này; các quy định về tổ chức quản lý và hoạt động của doanh nghiệp tại Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam năm 1996 và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam năm 2000. Luật doanh nghiệp 2005 ra đời tạo ra một sân chơi bình đẳng trong hoạt động sản xuất, kinh doanh cho tất cả các loại hình doanh nghiệp.

Năm 2006, Chính Phủ ban hành Nghị định 52/2006/NĐ-CP ngày 19/05/2006 về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp thay thế cho Nghị định 120/CP ngày 17/09/1994. Nghị định đã giúp cho các doanh nghiệp ngoài quốc doanh có thể tiếp cận các nguồn vốn từ việc phát hành trái phiếu hay các công cụ nợ, tạo lập các quy định cơ bản về quyền hạn, trách nhiệm của các bên tham gia thị trường nợ (người phát hành, nhà đầu tư và cơ quan quản lý nhà nước), tạo lập nội dung pháp lý ban đầu để điều chỉnh hoạt động của thị trường trái phiếu.

Ngày 29/06/2006 Quốc hội khoá XI, kỳ họp thứ 9 đã thông qua Luật chứng khoán. Trước khi Luật chứng khoán ra đời, các văn bản pháp lý hiện hành chỉ dừng lại ở mức Nghị định, Luật chứng khoán là bước kiện toàn hệ thống pháp lý, giúp thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng phát triển ổn định, công khai và minh bạch hơn.

Ngày 20/6/2006, Bộ Tài chính ban hành quyết định số 2276/QĐ-BTC về việc tập trung đấu thầu trái phiếu Chính Phủ tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội nhằm tạo ra một thị trường phát hành sơ cấp có tính chuyên môn hoá cao, tạo điều kiện thuận lợi cho nhà phát hành và nhà đầu tư tham gia thị trường này, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho Kho bạc Nhà nước trực tiếp thực hiện và giám sát công tác đấu thầu. Triển khai Quyết định này, TTGDCK Hà Nội phối hợp chặt chẽ với các đơn vị liên quan như Kho bạc Nhà nước, Ngân hàng Phát triển Việt Nam, các thành viên đấu thầu... tổ chức các phiên đấu thầu trái phiếu huy động vốn cho đầu tư phát triển.

Ngày 6/8/2006, Bộ Tài Chính ra quyết định số 46/2006/QĐ – BTC về việc ban hành “Quy chế về việc phát hành trái phiếu Chính Phủ theo lô lớn”. Theo đó, khối lượng phát hành của một lô lớn trái phiếu tối thiểu là 1.000 tỷ đồng. Kỳ hạn của trái phiếu lô lớn từ 5 năm trở lên. Trái phiếu lô lớn được phát hành theo phương thức sau: đấu thầu trái phiếu hoặc bảo lãnh phát hành trái phiếu. Thời hạn phát hành của một lô lớn trái phiếu tối đa không quá 365 ngày. Việc phát hành trái phiếu Chính Phủ theo lô lớn nhằm mục đích tăng cường khả năng huy động vốn và cho đầu tư phát triển, đồng thời nâng cao tính thanh khoản của trái phiếu Chính Phủ trên thị trường giao dịch và từng bước tạo khả năng hình thành lãi suất chuẩn cho các công cụ nợ.

Ngày 02/08/2007, Thủ tướng Chính Phủ ban hành quyết định số 128/2007/QĐ-TTg “Về việc phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020”. Đây là Đề án đề ra mục tiêu cụ thể, phát triển thị trường vốn đa dạng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn và đầu tư của mọi đối tượng trong nền kinh tế. Phấn đấu đến năm 2010 giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP.

Ngày 10/01/2008 Bộ Tài chính ban hành quyết định số 62/QĐ-BTC “Về việc công bố danh sách thành viên bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương năm 2008”. Đây là quyết định công bố các thành viên có đầy đủ điều kiện thực hiện nhiệm vụ bảo lãnh, làm đại lý phát hành trái phiếu năm 2008. Danh sách tổng cộng có 46 thành viên, trong có 24 ngân hàng, 21 công ty chứng khoán và 01 công ty khác làm đại lý phát hành.

Ngày 15/1/2008, Bộ Tài Chính ban hành Quyết định số 86/QĐ-BTC “Phê duyệt Đề án xây dựng thị trường giao dịch Trái phiếu Chính Phủ (TPCP) chuyên biệt”. Đề án xây dựng thị trường giao dịch TPCP chuyên biệt, tách biệt khỏi thị trường giao dịch cổ phiếu nhằm mục đích tìm ra một mô hình giao dịch phù hợp cho thị trường TPCP ở Việt Nam, phù hợp với lộ trình phát triển nền kinh tế và những cải cách trong từng từng giai đoạn phát triển của thị trường vốn, phù hợp với chiến lược phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn 2020.

Ngày 01/07/2008, Bộ Tài chính ban hành quyết định số 46/2008/QĐ-BTC về việc ban hành Quy chế Quản lý giao dịch trái phiếu Chính Phủ tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Quy chế này nhằm quy định về hoạt động đăng ký niêm yết, công bố thông tin, thành viên giao dịch trái phiếu Chính Phủ (TPCP), giao dịch và quản lý giao dịch TPCP niêm yết tại Trung tâm GDCK Hà Nội.

Tại kỳ họp thứ năm (ngày 17/6/2009) Quốc hội khoá XII đã thông qua Luật Quản lý nợ công và sẽ có hiệu lực vào ngày 01/01/2010. Nợ công bao gồm nợ chính phủ, nợ được chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương. Luật này áp dụng đối với tổ chức, cá nhân có liên quan đến hoạt động vay, sử dụng vốn vay, trả nợ và quản lý nợ công

PHỤ LỤC 3

THỐNG KÊ KẾT QUẢ ĐẦU THẦU TRÁI PHIẾU TẠI SỞ GDCKHN NĂM 2009

STT	Chỉ tiêu	Năm 2009
1	Tổng số đợt đấu thầu đã thực hiện	60
2	Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	3
3	Tổng khối lượng trái phiếu đấu thầu (VNĐ)	64,000,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	32,900,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	12,900,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	11,900,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	6,300,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	-
4	Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu (VNĐ)	2,595,700,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	2,100,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	100,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	45,700,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	350,000,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	-
5	Tổng số tiền thanh toán trúng thầu (VNĐ)	2,595,700,000,000
6	Tổng khối lượng trái phiếu đấu thầu (USD)	750,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 1 năm	400,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	200,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	150,000,000
7	Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu (USD)	460,110,000
	Trái phiếu kỳ hạn 1 năm	273,000,000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	127,010,000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	60,100,000
8	Tổng số tiền thanh toán trúng thầu (USD)	460,110,000

KẾT QUẢ ĐẤU THẦU TRÁI PHIẾU TẠI SGDCK HN NĂM 2008

STT	CHỈ TIÊU	NỘI DUNG
1	Tổng số đợt đấu thầu đã thực hiện	44
2	Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	3
3	Tổng khối lượng trái phiếu gọi thầu	31.700.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	7.700.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	5.900.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	13.300.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	1.600.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	3.200.000.000.000
7	Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu	7.008.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	2.277.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	2.160.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	1.523.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	117.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	931.000.000.000
8	Tổng số tiền thanh toán trái phiếu trúng thầu	7.800.000.000.000

KẾT QUẢ ĐẤU THẦU TRÁI PHIẾU TẠI SGDCK HN NĂM 2007

STT	CHỈ TIÊU	NỘI DUNG
1	Tổng số đợt đấu thầu đã thực hiện	44
2	Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	3
3	Tổng khối lượng trái phiếu gọi thầu	29 016 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	1 900 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	20 960 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	2 806 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	3 350 000 000 000
4	Tổng số phiếu đăng ký tham gia đấu thầu	403296
	Phiếu đăng ký cho thành viên	305
	Phiếu đăng ký dành cho khách hàng của thành viên	98
5	Tổng số phiếu đăng ký đấu thầu hợp lệ	403
6	Tổng khối lượng đăng ký đấu thầu hợp lệ	88 627 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	1 770 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	75 748 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	5 845 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	5 264 000 000 000
7	Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu	18 939 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	850 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	15 620 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	1 095 000 000 000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	1 374 000 000 000
8	Tổng số tiền thanh toán trái phiếu trúng thầu	18 966 046 522 563

KẾT QUẢ ĐẤU THẦU TRÁI PHIẾU TẠI SGDCK HN NĂM 2006

STT	CHỈ TIÊU	NỘI DUNG
1	Tổng số đợt đấu thầu đã thực hiện	20
2	Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	2
3	Tổng khối lượng trái phiếu gọi thầu	6.360.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	100.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	100.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	4.700.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	960.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	500.000.000.000
4	Tổng số phiếu đăng ký tham gia đấu thầu	86
	Phiếu đăng ký cho thành viên	60
	Phiếu đăng ký dành cho khách hàng của thành viên	26
5	Tổng số phiếu đăng ký đấu thầu hợp lệ	86
6	Tổng khối lượng đăng ký đấu thầu hợp lệ	13.013.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	100.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	11.533.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	970.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	410.000.000.000
7	Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu	4.268.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	3.728.000.000.000
	trái phiếu kỳ hạn 10 năm	370.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	170.000.000.000
8	Tổng số tiền thanh toán trái phiếu trúng thầu	4.268.000.000.000

KẾT QUẢ ĐẤU THẦU TRÁI PHIẾU TẠI SGDCK HN NĂM 2005

STT	CHỈ TIÊU	NỘI DUNG
1	Tổng số đợt đấu thầu đã thực hiện	6
2	Tổng số loại trái phiếu đấu thầu	6
3	Tổng khối lượng trái phiếu gọi thầu	1.350.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	100.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	100.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	550.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	300.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	300.000.000.000
4	Tổng số phiếu đăng ký tham gia đấu thầu	39
	Phiếu đăng ký cho thành viên	37
	Phiếu đăng ký dành cho khách hàng của thành viên	2
5	Tổng số phiếu đăng ký đấu thầu hợp lệ	39
6	Tổng khối lượng đăng ký đấu thầu hợp lệ	1.187.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	35.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	30.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	728.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	69.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	325.000.000.000
7	Tổng khối lượng trái phiếu trúng thầu	205.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 2 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 3 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 5 năm	185.000.000.000
	Trái phiếu kỳ hạn 10 năm	0
	Trái phiếu kỳ hạn 15 năm	20.000.000.000
8	Tổng số tiền thanh toán trái phiếu trúng thầu	205.000.000.000

PHỤ LỤC 4

Danh sách thành viên kinh doanh trái phiếu trên thị trường niêm yết

STT	Tên thành viên	Thành viên	Địa chỉ	Website	Vốn điều lệ	Ngày kết nạp thành viên
I. Thành viên thông thường						
1	CTCP Chứng khoán Bản Việt	68	67 Hàm Nghi, P Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP.HCM	www.vpsc.com.vn	360,000,000,000	01/09/2009
2	CTCP Chứng khoán Morgan Stanley Hường Việt	50	Số 8 Thiên Quang, Hai Bà Trưng, Hà Nội	www.msgs.com.vn	300,000,000,000	11/09/2009
3	CTCP Chứng khoán Ngân hàng Nông Nghiệp và PTNT VN	8	Tầng 5 tòa nhà Artex, 172 Ngọc Khánh, Ba Đình, Hà Nội	www.agriseco.com.vn	1,200,000,000,000	01/09/2009
4	Công ty Chứng khoán Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín	17	278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, phường 8, Quận 3, Tp.Hồ Chí Minh	www.sbse.com.vn	1,100,000,000,000	17/09/2009
5	Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình	18	101 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội	www.abs.vn	397,000,000,000	01/09/2009
6	Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt	1	số 8 Lê Thái Tổ, Hà Nội	www.bvsc.com.vn	451,500,000,000	01/09/2009
7	Công ty Cổ phần Chứng khoán Kim Long	19	Số 22 đường Thành Công, P. Thành Công, Q.Ba Đình, Hà Nội	www.kls.vn	660,000,000,000	01/09/2009
8	Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương	7	306 Bà Triệu, Hai Bà Trưng, Hà Nội	www.vietinbanksc.com.vn	789,934,000,000	01/09/2009
9	Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn	3	72 Nguyễn Huệ, phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh	www.ssi.com.vn	1,533,334,710,000	01/09/2009
10	Công ty Cổ phần Chứng khoán TP.HCM	11	Số 6 Thái Văn Lung, Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh	www.hsc.com.vn	394,634,000,000	01/09/2009
11	Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt	42	535 Kim Mã, Phường Ngọc Khánh, Ba Đình, Hà Nội	www.tvs.vn	430,000,000,000	01/09/2009
12	Công ty Cổ phần Chứng khoán Thăng Long	5	Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội	www.thanglongsc.com.vn	420,000,000,000	01/09/2009
13	Công ty TNHH Chứng khoán ACB	6	107N Trương Định, phường 6, Quận 3, Tp.Hồ Chí Minh	www.acbs.com.vn	1,000,000,000,000	01/09/2009
14	Công ty TNHH Chứng khoán NHTMCP Ngoại Thương	9	Tầng 17, Vietcombank, 198 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội	www.vCBS.com.vn	700,000,000,000	10/09/2009
15	Công ty TNHH Chứng khoán NHTMCP các DN NQD VN	26	362 Phố Huế, Hai Bà Trưng, Hà Nội	www.vpbs.com.vn	500,000,000,000	16/09/2009
16	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư	2	Tầng 10, Tháp A-VINCOM, 191 Bà Triệu, HBT, Hà Nội	www.bsc.com.vn	700,000,000,000	11/09/2009

II. Thành viên đặc biệt						
17	Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Công Thương Việt Nam	CTG	108 Trần Hưng Đạo - Hoàn Kiếm - Hà Nội		11,000,000,000	22/09/2009
18	Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Sài Gòn	BOS	Số 193-203 Trần Hưng Đạo - Q1- Tp. Hồ Chí Minh		3,299,016,060	
19	Ngân hàng Australia và NewZealand Banking GroupLtd	ANZ	14 Lê Thái Tổ - Hoàn Kiếm - Hà Nội	www.anz.com		22/09/2009
20	Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam	MSB	Toà nhà VIT Corporation 519 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội	www.msb.com.vn	2,240,000,000,000	09/09/2009
21	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	VCH	198 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà nội	www.vietcombank.com.vn	12,100,000,000,000	17/09/2009
22	Ngân hàng TNHH MTV Standard Chartered (Việt Nam)	SCB	Tầng 8, Tháp Hà Nội, 49 Hai Bà Trưng, Hà Nội		1,000,000,000,000	01/09/2009
23	Ngân hàng TNHH một thành viên HSBC Việt Nam	HSB	Cao ốc Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Q1, TP.HCM	www.hsbc.com.vn	3,000,000,000,000	25/11/2009
24	Ngân hàng Thương Mại Cổ Phần Nhà Hà Nội	HBV	15-17 Ngọc Khánh - Ba Đình - Tp. Hà Nội	www.habubank.com.vn	2,800,000,000,000	21/09/2009
25	Ngân hàng Thương Mại Cổ Phần Tiên Phong	TPB	Toà nhà FPT, Lô B2 Cụm SX TTCN & CN nhỏ, phường Dịch Vọng Hậu - Cầu Giấy - Tp. Hà Nội	www.tpb.com.vn	1,000,000,000,000	21/09/2009
26	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Bảo Việt	BVB	Số 8 Lê Thái Tổ - Hoàn Kiếm - Tp. Hà Nội		1,500,000,000	
27	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Kỹ Thương Việt Nam	TCB	70-72 Bà Triệu - Hoàn Kiếm - Hà Nội	www.techcombank.com.vn	4,337,014,710,000	22/09/2009
28	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân Đội	MCS	Số 3 Liễu Giai - Cống vị - Ba Đình - Tp. Hà Nội		2,363,760,000	
29	Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Thương Tín	SGT	266-268 Nam kỳ Khởi Nghĩa - Quận 3 - Tp Hồ Chí Minh		5,115,838,400	22/09/2009
30	Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam	BID	Tháp A Vincom tower, 191 Bà Triệu, Hai Bà Trưng, Hà Nội	www.bidv.com.vn	8,666,718,444,725	22/09/2009

PHỤ LỤC 5**DANH SÁCH**

THÀNH VIÊN THAM GIA BẢO LÃNH PHÁT HÀNH, ĐẠI LÝ PHÁT HÀNH TRÁI
PHIẾU CHÍNH PHỦ, TRÁI PHIẾU ĐƯỢC CHÍNH PHỦ BẢO LÃNH VÀ TRÁI PHIẾU
CHÍNH QUYỀN ĐỊA PHƯƠNG NĂM 2008

(Ban hành kèm theo Quyết định số 62/QĐ-BTC ngày 10/1/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính)

I. CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI

1. Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam
2. Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam
3. Ngân hàng Công thương Việt Nam
4. Ngân hàng thương mại cổ phần nhà thành phố Hồ Chí Minh
5. Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn - Thương Tín
6. Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ Thương Việt Nam
7. Ngân hàng thương mại cổ phần Quốc tế Việt Nam
8. Ngân hàng thương mại cổ phần Xuất Nhập khẩu Việt Nam
9. Ngân hàng Phát triển Nhà đồng bằng sông Cửu Long
10. Ngân hàng thương mại cổ phần Nhà Hà Nội
11. Ngân hàng thương mại cổ phần An Bình
12. Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam
13. Ngân hàng thương mại cổ phần Đại Dương
14. Ngân hàng thương mại cổ phần Hàng Hải Việt Nam
15. Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Công thương
16. Ngân hàng ANZ Việt Nam
17. Ngân hàng Citibank, N.A, chi nhánh Hà Nội
18. Ngân hàng Standard Chartered, chi nhánh Hà Nội
19. Deutsche Bank, chi nhánh thành phố Hồ Chí Minh
20. Ngân hàng Hồng Kông và Thượng Hải, chi nhánh thành phố Hồ Chí Minh
21. Ngân hàng BNP Paribas - Chi nhánh thành phố Hồ Chí Minh
22. Ngân hàng JPMORGAN CHASE, N.A - Chi nhánh thành phố Hồ Chí Minh

23. Ngân hàng ABN AMRO N.V - Chi nhánh Hà Nội
24. Ngân hàng Far East National Bank, chi nhánh thành phố Hồ Chí Minh

II. CÁC CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

25. Công ty TNHH chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
26. Công ty TNHH chứng khoán Thăng Long
27. Công ty TNHH chứng khoán Ngân hàng Ngoại thương
28. Công ty TNHH chứng khoán Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn
29. Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt
30. Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng Công thương
31. Công ty cổ phần chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
32. Công ty TNHH chứng khoán Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu
33. Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn
34. Công ty TNHH chứng khoán Ngân hàng thương mại cổ phần Nhà Hà Nội
35. Công ty cổ phần chứng khoán An Bình
36. Công ty cổ phần chứng khoán Quốc gia
37. Công ty TNHH một thành viên chứng khoán ngân hàng Sài Gòn thương tín
38. Công ty cổ phần chứng khoán Quốc tế Việt Nam
39. Công ty cổ phần chứng khoán Dầu khí
40. Công ty cổ phần chứng khoán Tân Việt
41. Công ty cổ phần chứng khoán Tràng An
42. Công ty cổ phần chứng khoán Phú Gia
43. Công ty cổ phần chứng khoán Thủ Đô
44. Công ty cổ phần chứng khoán Vina
45. Công ty cổ phần chứng khoán Gia Quyền

III. CÁC TỔ CHỨC ĐẠI LÝ PHÁT HÀNH KHÁC:

46. Công ty dịch vụ tiết kiệm bưu điện