

Nâng cao khả năng huy động vốn cho đầu tư phát triển qua đấu thầu trái phiếu chính phủ

NGUYỄN THỊ PHƯƠNG LIÊN*

THỰC hiện chủ trương khai thác tối đa nguồn vốn trong nước để bù đắp thiếu hụt ngân sách và đầu tư phát triển, những năm gần đây, Chính phủ đã không ngừng mở rộng quy mô và đa dạng hóa các phương thức huy động vốn như: bán lẻ trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước, đấu thầu tín phiếu kho bạc qua Ngân hàng Nhà nước, đấu thầu trái phiếu chính phủ qua Trung tâm Giao dịch chứng khoán và bảo lãnh phát hành trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, thực tế khối lượng vốn huy động được còn hạn chế. Nó chưa đáp ứng được cung - cầu vốn của nền kinh tế, nhất là phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh. Qua hơn 3 năm triển khai kênh huy động vốn này, lượng vốn huy động được đều là rất thấp, tỉ lệ trúng thầu thấp hơn nhiều so với khối lượng gọi thầu. Vì vậy, cải tiến và hoàn thiện các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ nói chung, phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ nói riêng nhằm nâng cao khả năng huy động vốn cho ngân sách nhà nước và cho đầu tư phát triển là một trong những giải pháp vô cùng quan trọng góp phần thực hiện thành công sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước.

1 - Thực tế huy động vốn qua phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ tại

Trung tâm Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong những năm qua

Hoạt động đấu thầu trái phiếu chính phủ qua Trung tâm Giao dịch chứng khoán được triển khai từ tháng 7-2000 khi Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh được khai trương và chính thức đi vào hoạt

động. Theo quy định hiện hành, các tổ chức được phép đăng ký tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ gồm: các ngân hàng, công ty tài chính, các công ty chứng khoán và các tổng công ty 90, 91. Trước 2 ngày tổ chức đấu thầu làm việc, Trung tâm Giao dịch chứng khoán gửi thông báo phát hành trái phiếu chính phủ cho các thành viên tham gia đấu thầu. Các thành viên tham gia phải mở tài khoản ký quỹ và tài khoản lưu ký chứng khoán tại ngân hàng chỉ định và thành viên lưu ký của Trung tâm Giao dịch chứng khoán. Mức ký quỹ tối thiểu 5% tổng khối lượng đăng ký đấu thầu. Việc đấu thầu được thực hiện theo phương thức cạnh tranh lãi suất (lãi suất trúng thầu xác định theo lãi suất đặt thầu cao nhất trúng thầu trong phạm vi lãi suất chỉ đạo) và không cạnh tranh lãi suất (lãi suất trúng thầu xác định theo kết quả của đấu thầu cạnh tranh lãi suất). Khối lượng đấu thầu không cạnh tranh tối đa bằng 30% tổng khối lượng dự kiến gọi thầu. Trường hợp khối lượng đăng ký đấu thầu không cạnh tranh vượt quá tỷ lệ tối đa quy định thì khối lượng trái phiếu được phép mua tối đa phân chia cho mỗi phiếu đặt thầu tỷ lệ thuận với khối lượng đăng ký của từng phiếu.

Tính đến hết năm 2003, sau hơn 3 năm kể từ khi Trung tâm Giao dịch chứng khoán

* TS, Giảng viên Trường đại học Thương mại Hà Nội

TP Hồ Chí Minh chính thức đi vào hoạt động, đã có 73 đợt phát hành trái phiếu thông qua đấu thầu (35 đợt do Kho bạc Nhà nước và 38 đợt do Quỹ Hỗ trợ phát triển phát hành). Tuy vậy, chỉ có 33/73 đợt thành công với tổng giá trị trúng thầu là 3 283 tỉ đồng, 40/73 đợt không thành công, trong đó có 13 đợt không có tổ chức nào trúng thầu vì lãi suất đặt thầu đều cao hơn lãi suất chỉ đạo của Bộ Tài chính, 27 đợt không có ai đặt thầu. Nhìn chung, tỷ lệ trái phiếu trúng thầu các năm đều thấp, nhất là năm 2002, lượng vốn huy động được chỉ đạt 5,26% (321 tỉ đồng/6 100 tỉ đồng) kế hoạch huy động vốn (hay khối lượng gọi thầu).

Bảng: Tình hình đấu thầu trái phiếu chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán (2000 - 2003)

Năm	Số lần tổ chức đấu thầu	Số lần có TPCP trúng thầu	Tổng khối lượng gọi thầu (tỉ đồng)	Tổng khối lượng đặt thầu (tỉ đồng)	Tổng khối lượng trúng thầu (tỉ đồng)	Tỷ lệ TPCP trúng thầu/gọi thầu (%)
Kho bạc nhà nước Trung ương phát hành						
2000	5	2		1 601	600	
2001	12	10	3 400	2 096	1 333	39,2
2002	12	7	2 500	361	166	6,64
2003	6	5	1 000	1 697	672	67,2
Quỹ Hỗ trợ Phát triển phát hành						
2002	20	5	3 600	405	155	4,31
2003	18	4	1 837	482	357	19,43

Nguồn: Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh

Vậy nguyên nhân nào làm hạn chế khả năng huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán? Theo chúng tôi tập trung ở một số điểm sau:

- **Thứ nhất:** Môi trường kinh tế vĩ mô chưa ổn định một cách bền vững. Những năm qua, tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP) của nước ta đều đạt được kế hoạch đề ra, nhưng chưa tương xứng với mức tăng đầu tư. Môi trường đầu tư chưa thực sự thông thoáng nên không tạo ra nhiều cơ hội để đầu tư và khai thác các nguồn lực tài chính. Bên cạnh đó, với mức thu nhập

bình quân của dân chúng còn thấp (khoảng 315USD/người) sẽ rất khó khăn trong việc tăng nhanh nguồn vốn đầu tư dài hạn.

- **Thứ hai:** Khuôn khổ pháp lý về phát hành và giao dịch trái phiếu chưa hoàn chỉnh, còn có những rào cản đối với các nhà đầu tư khi tham gia thị trường. Các nhà đầu tư cá thể chưa được tham gia đấu thầu trái phiếu, các nhà đầu tư nước ngoài chỉ được tham gia với mức độ hạn chế. Tổ chức thành viên muốn tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ phải nộp đơn đăng ký trực tiếp tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán - nơi tổ chức đấu thầu. Điều đó đã gây không ít khó khăn cho các thành viên, nhất là những thành viên ở xa Trung tâm Giao dịch chứng khoán, làm tăng chi phí hoạt động đối với thành viên. Quy định này lại càng trở nên bất hợp lý trong điều kiện các ngân hàng, các công ty chứng khoán... đang từng bước hiện đại hóa cơ sở vật chất kỹ thuật và hệ thống công nghệ thông tin.

- **Thứ ba:** Chưa có chiến lược huy động vốn tổng thể và các kế hoạch chi tiết. Những năm qua, các thành viên tham gia thị trường chưa thể biết được trong năm kế hoạch, Chính phủ dự định quy mô chứng khoán phát hành là bao nhiêu, với cơ cấu, thời hạn ra sao, trái phiếu được phát hành nhằm mục đích gì, lãi suất và phương thức phát hành như thế nào... Mặt khác, do không dự báo chính xác diễn biến thị trường nên nhiều khi triển khai phát hành trái phiếu thụ động, thời điểm và phương thức phát hành chưa phù hợp với khả năng cung ứng vốn của nền kinh tế. Thực tế cho thấy, hơn 3 năm qua, các tổ chức tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán chủ yếu là các ngân hàng thương mại. Nhiều đợt phát hành trái phiếu chính phủ không thành công vì triển khai vào khoảng thời gian các ngân hàng thương mại - thành viên đấu thầu rơi vào tình trạng thiếu vốn để đáp ứng nhu cầu vay vốn của nền kinh tế. Nguyên nhân trực tiếp của hiện tượng này là từ tháng 6-2002 các ngân hàng thương mại được phép cho vay trên cơ sở lãi suất thỏa thuận với khách hàng mà không bị ràng buộc bởi "lãi suất cơ bản" do Ngân hàng

Nhà nước công bố. Mặt khác, nhu cầu vay vốn tại các ngân hàng thương mại gia tăng với tốc độ lớn, đã tác động trực tiếp đến quan hệ cung - cầu vốn làm cho lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại có xu hướng tăng lên. Trong điều kiện đó, các ngân hàng thương mại đương nhiên không tha thiết tham gia thị trường, hoặc nếu tham gia thì lãi suất đặt thầu sẽ là rất cao.

- *Thứ tư: Sự phối kết hợp trong công tác điều hành giữa các đơn vị có liên quan như Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Ngân hàng Thương mại còn nhiều hạn chế. Lịch trình phát hành giữa các chủ thể phát hành (Kho bạc Nhà nước, Quỹ Hỗ trợ phát triển, Ngân hàng Nhà nước) còn chông chéo, làm giảm khả năng huy động vốn của mỗi chủ thể trong các đợt phát hành.*

- *Thứ năm: Số lượng thành viên thực tế tham gia đấu thầu còn quá ít. Cho đến nay, có 32 thành viên được phép tham gia đấu thầu trái phiếu chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh, nhưng mỗi phiên chỉ có một vài, hoặc không có tổ chức thành viên nào tham gia. Sự tham gia thưa thớt của các thành viên không chỉ làm giảm tính cạnh tranh của thị trường mà còn làm hạn chế khả năng huy động vốn của các đợt phát hành.*

- *Thứ sáu: Hoạt động của thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp kém sôi động, tính thanh khoản của thị trường thấp nên không tạo ra được sự luân chuyển vốn trên thị trường. Thông thường, trái phiếu chính phủ là công cụ nợ có tính thanh khoản cao, song với thị trường Việt Nam, khi đầu tư vào trái phiếu chính phủ nhà đầu tư có thể lại gặp phải loại rủi ro này. Người đầu tư e ngại khi mua trái phiếu vì họ khó có thể chuyển trái phiếu thành tiền lúc cần thiết.*

Tuy nhiên, tình trạng giao dịch trái phiếu chính phủ trên thị trường chứng khoán tập trung kém sôi động không phải là hiện tượng riêng có ở Việt Nam. Ngay cả ở những nước có thị trường chứng khoán phát triển, thị trường chứng khoán tập trung cũng không phải là một địa điểm lý tưởng để tiến hành các giao dịch

trái phiếu chính phủ. Đa số các trái phiếu này được giao dịch trên thị trường phi tập trung (thị trường OTC). Nhưng hiện nay ở nước ta thị trường OTC vẫn chưa được hình thành.

2 - Một số giải pháp nâng cao khả năng huy động vốn thông qua đấu thầu trái phiếu chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong những năm tới

Thực tế hiện nay ở nước ta, hệ thống kết cấu hạ tầng và cơ sở vật chất kỹ thuật của một số ngành kinh tế - xã hội còn rất thấp. Trong điều kiện nguồn thu ngân sách nhà nước hạn chế, để phát triển kinh tế theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa, Chính phủ cần tiếp tục triển khai việc phát hành trái phiếu chính phủ, nhất là trái phiếu công trình. Đương nhiên, để nâng cao hiệu quả vốn đầu tư, ngoài việc tăng cường công tác thẩm định dự án, xác định khối lượng và thời điểm huy động vốn, cần lựa chọn phương thức huy động vốn thích hợp. Có nhiều phương thức khác nhau, trong đó huy động vốn qua đấu thầu trái phiếu chính phủ là một phương thức quan trọng, bởi đây là "kênh" có khả năng huy động vốn với thời gian ngắn, khối lượng lớn, chi phí thấp mà phương thức bán lẻ không thể làm được.

Khả năng huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu chính phủ cao hay thấp chịu tác động tổng hợp của nhiều yếu tố. Song theo chúng tôi, trong những năm tới để nâng cao khối lượng vốn huy động qua đấu thầu trái phiếu chính phủ, nhằm đáp ứng đầy đủ, kịp thời vốn cho các dự án đầu tư, cần tập trung giải quyết một số vấn đề sau:

Một là, tiếp tục ổn định kinh tế vĩ mô, nâng cao hiệu quả nền kinh tế - xã hội, lành mạnh hóa môi trường tài chính - tiền tệ. Hoàn chỉnh khung pháp luật về thị trường trái phiếu chính phủ, cải tiến và hoàn thiện phương thức phát hành và giao dịch trái phiếu chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán.

Hai là, hoàn thiện công tác dự báo và xây dựng kế hoạch tổng thể về huy động vốn. Trong thời gian tới, cần đẩy mạnh và tiếp tục

hoàn thiện công tác dự báo về thị trường trái phiếu chính phủ, từ khâu phát hành trên thị trường sơ cấp đến hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp và thanh toán trái phiếu. Cần phối kết hợp chặt chẽ giữa Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Ngân hàng Nhà nước và các bộ, ngành có liên quan, tránh tình trạng xây dựng kế hoạch độc lập dẫn đến chông chéo về lịch trình phát hành của các chủ thể, hay giữa các phương thức phát hành. Xây dựng kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ cho từng kỳ hạn cụ thể 1, 2, 3, 5, 7, 10 năm... và công bố rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng. Điều đó giúp các nhà đầu tư có cơ sở để phân tích, đánh giá và chủ động lựa chọn hình thức đầu tư phù hợp với chiến lược đầu tư riêng của mình, đồng thời thị trường cũng luôn tồn tại mức "lãi suất chuẩn" để các công cụ đầu tư khác sử dụng tham chiếu.

Ba là, đa dạng hóa các chủ thể phát hành và tổ chức tham gia đấu thầu để nâng cao tính cạnh tranh. Ngoài Kho bạc Nhà nước, Quỹ Hỗ trợ phát triển, nên khuyến khích các chính quyền địa phương và các cơ quan chính phủ tăng cường huy động vốn thông qua đấu thầu trái phiếu để đầu tư cho các công trình quan trọng của nền kinh tế và các dự án thuộc cơ sở hạ tầng có khả năng thu hồi vốn trực tiếp. Khuyến khích các chủ thể tham gia đấu thầu bằng cách nới lỏng các điều kiện cần thiết khi tham gia thị trường, tăng thêm các chính sách ưu đãi, miễn giảm thuế cho các tổ chức tham gia đấu thầu, bảo lãnh phát hành, các nhà đầu tư... Điều đó không chỉ góp phần nâng cao khả năng huy động vốn, đa dạng hóa các công cụ nợ mà còn là điều kiện để phát triển và hoàn thiện thị trường vốn ở nước ta.

Bốn là, tiếp tục hoàn thiện cơ chế đấu thầu và định giá trái phiếu. Trong thời gian tới nên kết hợp tổ chức đấu thầu cạnh tranh về lãi suất theo giá khác biệt và giá thống nhất mà không cạnh tranh về khối lượng để vừa thu hút được nhà đầu tư và nâng cao tỷ lệ trúng thầu trong từng phiên đấu thầu. Cải tiến phương thức định giá trái phiếu chính phủ khi phát hành, hạn chế

việc áp đặt lãi suất một cách chủ quan. Trước mắt, Chính phủ có thể can thiệp vào thị trường để điều chỉnh lãi suất cho phù hợp. Tuy nhiên, sự can thiệp đó cần được cân nhắc, tính toán kỹ dựa trên thời hạn trái phiếu, lạm phát dự tính và lãi suất chiết khấu khi mua bán trái phiếu trên thị trường thứ cấp. Đồng thời tham khảo thêm lãi suất trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất trái phiếu chính phủ ở các nước trong khu vực và trên thế giới. Khi thị trường trái phiếu đã đi vào ổn định, cần thực hiện chính sách tự do hóa lãi suất để bảo đảm giá trái phiếu phù hợp với quan hệ cung - cầu vốn trên thị trường.

Năm là, cải tiến hoạt động giao dịch, thanh toán trái phiếu chính phủ. Thực tế cho thấy trái phiếu chính phủ chỉ thực sự trở thành mối quan tâm của nhà đầu tư nếu những khó khăn trong giao dịch, thanh toán trái phiếu được gỡ bỏ. Nhà đầu tư có thể mua, bán, thanh toán gốc và lãi trái phiếu một cách dễ dàng, thời gian mua, bán nhanh với mức chi phí hợp lý. Do đó, phải xây dựng một cơ chế giao dịch, thanh toán thích hợp, bảo đảm tính thuận tiện, nhanh chóng, an toàn và hiệu quả. Để đạt được điều này, cần phát triển mạng lưới các tổ chức kinh doanh chứng khoán dưới hình thức thành lập thêm các chi nhánh, đại lý nhận lệnh ở nhiều địa phương. Sự gia tăng về số lượng cũng như không ngừng hoàn thiện về chất lượng dịch vụ của mạng lưới kinh doanh chứng khoán là điều kiện quan trọng để thu hút thêm số nhà đầu tư trái phiếu trên trái phiếu chính phủ tập trung, tạo điều kiện cho việc mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư ở xa trụ sở Công ty chứng khoán được thuận lợi, dễ dàng, đồng thời còn góp phần giảm chi phí giao dịch cho nhà đầu tư.

Mặt khác, bên cạnh việc đa dạng cách thức thanh toán tiền lãi như: trả lãi trước, lãi nhập gốc, trả lãi theo định kỳ..., cần sớm thiết lập thị trường OTC để tăng thêm sự hấp dẫn và tính thanh khoản của trái phiếu chính phủ. Bởi nơi đây thường được ví như là "chiếc chìa khóa vạn năng" có thể biến các nguồn vốn ngắn hạn của nhà đầu tư thành nguồn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. □