

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Đinh Thị Phương Anh** - Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam. *Mã số: 146.1FiBa.12*
Solutions to developing Vietnam's Bond Market 2
- 2. Tôn Nguyễn Trọng Hiền** - Phân tích rào cản cho doanh nghiệp sản xuất ở Việt Nam trong bối cảnh cách mạng công nghiệp 4.0. *Mã số: 146.1TrEM.11*
An Analysis on Barriers to Vietnamese Manufacturing Enterprises in the Context of Industrial Revolution 4.0 11
- 3. Phan Thanh Hoàn** - Tiềm năng xuất khẩu của Việt Nam trong thị trường CPTPP. *Mã số: 146.1IIEM.11*
Vietnam's Export Potential in CPTPP 19
- 4. Ngô Thị Ngọc, Đinh Thị Thùy Linh và Nguyễn Thu Hà** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của các doanh nghiệp trong nhóm ngành dầu khí niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 146.1FiBa.11*
Research on factors affecting profitability of petroleum enterprises listed on VietNam stock market 31

QUẢN TRI KINH DOANH

- 5. Đỗ Hương Giang** - Ảnh hưởng từ các yếu tố nội tại tới hoạt động mua sắm xanh của doanh nghiệp ở Việt Nam. *Mã số: 146.2BAdm.21*
The impact of internal factors on green procurement of firms in Vietnam 41
- 6. Bạch Ngọc Hoàng Ánh, Cao Quốc Việt và Phan Quốc Tấn** - Một số yếu tố chính ảnh hưởng đến ý định nghỉ việc của nhân sự ngành Kế toán - Kiểm toán. *Mã số: 146.2HRMg.21*
Job Characteristics of Auditing and Accounting, Work-Family Conflicts, Job Stress, and Intention to Leave 50
- 7. Trần Thế Nam, Nguyễn Ngọc Hạnh và Phạm Thị Tuyết Nhung** - Ảnh hưởng của sự hài lòng trong công việc, căng thẳng trong công việc và sự hỗ trợ của tổ chức đến ý định nghỉ việc của nhân viên. *Mã số: 146.2HRMg.21*
Impacts of Job Satisfaction, Job Stress, and Organization Support on Employee's Intention to Quit 62
- 8. Nguyễn Tấn Minh** - Mối quan hệ giữa hấp dẫn thương hiệu nhà tuyển dụng và thái độ trung thành của nhân viên. *Mã số: 146.2BMkt.21*
The Relationship between Employer Brand Attractiveness and Employee Loyalty 70

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 9. Nguyễn Xuân Nhĩ, Thái Thanh Hà và Nguyễn Giang Đô** - Các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ hài lòng của doanh nghiệp về chất lượng dịch vụ hành chính thuế theo cơ chế “một cửa”. *Mã số: 146.3OMIs.32*
The Factors Affecting Business Satisfaction towards Tax Administration Quality under One Stop Policy 80

GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VIỆT NAM

Đinh Thị Phương Anh
Trường Đại học Thương mại
Email: anh.dtp@tmu.edu.vn

Ngày nhận: 06/07/2020

Ngày nhận lại: 28/07/2020

Ngày duyệt đăng: 31/07/2020

Bài viết nghiên cứu hoạt động phát hành và giao dịch trái phiếu (gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp) những năm gần đây theo các nội dung: quy mô, loại hình giao dịch, lãi suất, cơ cấu nhà đầu tư... Trên cơ sở nguồn dữ liệu thứ cấp kết hợp với phương pháp nghiên cứu định tính như thống kê mô tả, so sánh, phân tích, bài viết đã chỉ ra những hạn chế, bất cập và nguyên nhân của hạn chế trong hoạt động của thị trường trái phiếu Việt Nam. Nhìn chung, mức độ hoàn thiện của thị trường còn yếu khi thiếu vắng các tổ chức định mức tín nhiệm, vai trò tạo lập thị trường của các tổ chức tài chính trung gian cũng còn hạn chế, bên cạnh đó khuôn khổ pháp lý hiện hành còn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển TTTP. Trên cơ sở đó, tác giả bài viết đề xuất một vài định hướng và giải pháp nhằm phát triển an toàn, hiệu quả và bền vững thị trường trái phiếu Việt Nam thời gian tới.

Từ khóa: thị trường trái phiếu, trái phiếu chính phủ (TPCP), trái phiếu doanh nghiệp (TPDN).

JEL Classifications: D53, E44, G10, G14

1. Mở đầu

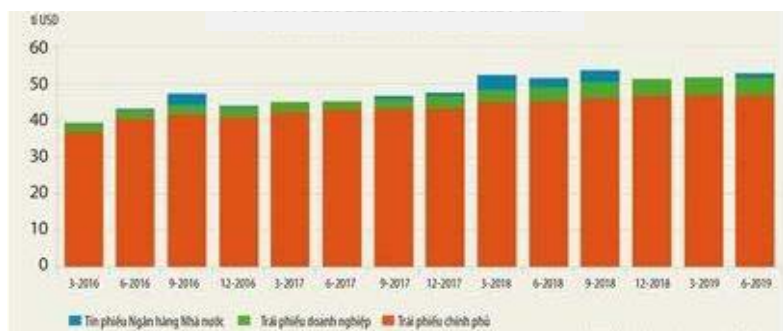
Thị trường trái phiếu có vai trò quan trọng trong sự nghiệp phát triển kinh tế - xã hội của mỗi quốc gia. Ở Việt Nam, những năm gần đây, thị trường trái phiếu phát triển khá mạnh mẽ nhưng cũng còn tồn tại một số hạn chế, bất cập về quy mô, chủng loại hàng hóa, phương thức giao dịch, cơ sở nhà đầu tư, hệ thống thông tin thị trường, các điều kiện cơ sở hạ tầng, môi trường pháp lý... Làm thế nào để thị trường phát triển an toàn, hiệu quả và bền vững là câu hỏi luôn đặt ra đối với các nhà nghiên cứu, nhà quản lý và hoạch định chính sách.

Để đánh giá thực trạng phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam, đề xuất các định hướng và giải pháp đối với phát triển thị trường, tác giả bài viết chủ yếu sử dụng nguồn thông tin thứ cấp từ các báo cáo thường niên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, báo cáo của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, số liệu thống kê tại các báo cáo và website

của các công ty chứng khoán. Ngoài ra, tác giả có sử dụng nguồn thông tin sơ cấp thu được qua phỏng vấn chuyên sâu một số cán bộ làm việc tại các cơ quan hoạch định chính sách và quản lý thị trường để có thêm luận cứ thực tiễn cho những nhận định, đánh giá và đề xuất các khuyến nghị chính sách và giải pháp.

2. Thực trạng phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam

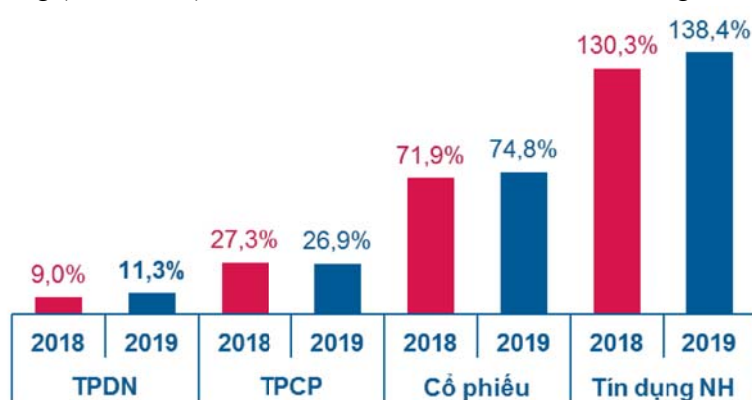
2.1. Quy mô thị trường trái phiếu



Nguồn: Asia bond online

Hình 1: Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam

Những năm gần đây, quy mô thị trường trái phiếu khá ổn định (xem hình 1). Tín phiếu Ngân hàng Nhà nước (NHNN) không phát hành thường xuyên ở tất cả các năm, trái phiếu chính phủ chiếm tỷ lệ khoảng trên dưới 90%, còn lại là phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, so với thị trường tín dụng ngân hàng, quy mô thị trường trái phiếu vẫn khá nhỏ bé. Tại thời điểm cuối năm 2019, quy mô tín dụng ngân hàng khoảng 8,2 triệu tỷ đồng, tương đương 138,4% GDP còn thị trường trái phiếu doanh nghiệp chỉ bằng khoảng 8% so với thị trường tín dụng ngân hàng (xem hình 2).



Nguồn: ADB

Hình 2: Quy mô các thị trường vốn tại Việt Nam so với GDP

Số liệu thống kê của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) tại hình 3 cho thấy, quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam, gồm cả TPCP và TPDN, tại thời điểm cuối quý 3/2019 đạt khoảng 95,37 tỷ USD, tương đương 37,6% GDP, ngang bằng với Philippines nhưng còn cách khá xa tỷ lệ xấp xỉ 60% GDP của Trung Quốc và Thái Lan. Tỷ lệ này còn thấp hơn nữa nếu so với các nền kinh tế phát triển tại khu vực Châu Á như Nhật Bản là 214% GDP, Hàn Quốc là 120% GDP...

2.2. Hoạt động phát hành và giao dịch trái phiếu

* *Trái phiếu chính phủ*

Năm 2018, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) đã tổ chức 189 đợt đấu thầu

TPCP với tổng giá trị gọi thầu 292.150 tỷ đồng, giá trị trúng thầu 165.797 tỷ đồng, bằng 57% giá trị gọi thầu và đạt 95% giá trị phát hành dự kiến năm 2018. Giá trị niêm yết trái phiếu (bao gồm TPCP, TPCP bảo lãnh, TP chính quyền địa phương) năm 2018 đạt khoảng 1.122.000 tỷ đồng, tăng 10,5% so với năm 2017, đạt 22,4% GDP năm 2017 và tương đương 20,3% GDP của năm 2018. Năm 2019, Kho bạc Nhà nước (KBNN) huy động được 229.418,5 tỷ đồng thông qua hình thức đấu thầu TPCP tại HNX, đạt trên 90% kế hoạch phát hành, người mua chủ yếu là các ngân hàng thương mại (NHTM). Đến cuối năm

2019, toàn thị trường có 509 mã trái phiếu niêm yết với giá trị 1.162.000 tỷ đồng (tăng 3,7% so với cuối năm 2018), trong đó TPCP đạt trên 230.000 tỷ đồng.

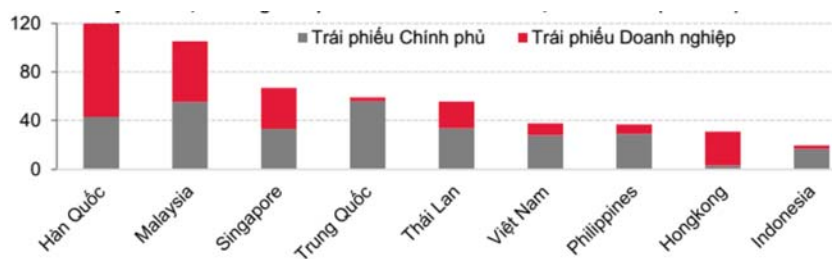
Thanh khoản thị trường thứ cấp luôn duy trì ở mức cao, giao dịch repos (mua bán lại) có xu hướng tăng vượt giao dịch Outright. Tổng giá trị giao dịch TPCP cả năm 2018 đạt hơn 711.000 tỷ đồng trong đó giao dịch repos là hơn 387.300 tỷ đồng, chiếm 54,5% tổng giá trị giao dịch. Năm 2019 giao dịch repos chiếm khoảng 55% tổng giá

Bảng 1: Các phương thức giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp

Đơn vị tính: %

TT	Phương thức giao dịch	2017	2018	2019
1	Giao dịch Outright	50,8	45,5	45
2	Giao dịch Repos	49,2	54,5	55

Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội



Nguồn: ADB

Hình 3: Quy mô thị trường trái phiếu các nước khu vực Châu Á cuối quý 3/2019

Kỳ hạn trái phiếu: Năm 2019, với mục tiêu tái cơ cấu danh mục nợ công theo hướng kéo dài kỳ hạn vay của ngân sách nhà nước, tăng cường tính bền vững của danh mục nợ, KBNN tập trung phát hành trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm trở lên, đặt biệt là trái phiếu có kỳ hạn từ 10 năm trở lên, chiếm 92% tổng khối lượng huy động vốn qua phát hành trái phiếu.

Lãi suất: Những năm gần đây, lãi suất TPCP có xu hướng giảm thấp (xem biểu đồ 4). Năm 2019 lãi suất trúng thầu của cả 3 kỳ hạn trái phiếu (ngắn, trung, dài hạn) đều giảm bình quân 1,2% - 1,5%/năm so với lãi suất trái phiếu trúng thầu năm 2018. Nếu xét theo kỳ hạn chuẩn 10 năm, TPCP Việt Nam cao hơn 376 điểm cơ bản (bps) so với TPCP Đức, cao hơn 348 bps so với Nhật Bản, 346 bps so với Tây Ban Nha, 267 bps so với Anh (100 bps tương ứng với 1%).

* *Trái phiếu doanh nghiệp*

Hoạt động phát hành TPDN tại Việt Nam thực hiện theo một trong các hình thức: (i) Đấu thầu; (ii) Bảo lãnh; (iii) Đại lý; và (iv) Bán trực tiếp cho nhà đầu tư (bán lẻ). Hiện nay hầu hết các đợt phát hành TPDN được thực hiện thông qua hình thức bảo lãnh và phát hành riêng lẻ (chiếm tỷ lệ gần 99%). Sự ra đời của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP với những quy định gia tăng tính minh bạch về thông tin phát hành và sự tham gia tích cực của các định chế trung gian phân phối đã tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của thị trường TPDN. Bên cạnh đó, các chính sách của NHNN nhằm phòng ngừa rủi ro tín dụng cũng khiến các doanh nghiệp chuyển từ kênh huy động tín dụng ngân hàng sang kênh phát hành trái phiếu. Quy mô phát hành TPDN nhìn chung tăng trưởng qua các năm, năm 2018 đạt 224.000 tỷ đồng; năm 2019 đạt 280.141 tỷ đồng, tăng 25% so với năm 2018. Nhờ đó, quy mô thị trường trái phiếu tăng mạnh từ mức 9% GDP lên mức 11,3% GDP vào năm 2019. Trong

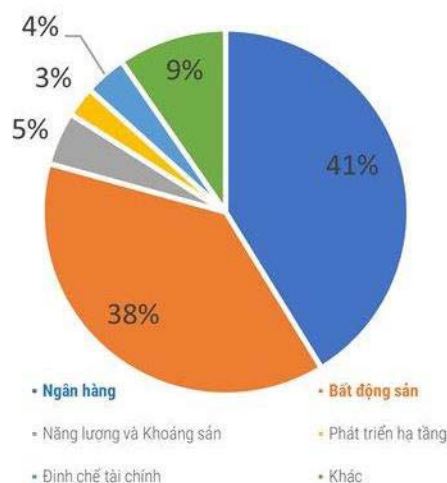
tổng số 211 doanh nghiệp chào bán trái phiếu ra công chúng năm 2019, có 129 doanh nghiệp chưa niêm yết.

Cơ cấu lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp phát hành: Năm 2019, NHTM là các tổ chức phát hành trái phiếu nhiều nhất chiếm 41%, tiếp theo là các doanh nghiệp bất động sản chiếm 38%, các công ty năng lượng và khoáng sản, công ty phát triển hạ tầng, công ty chứng khoán và các doanh nghiệp khác chiếm tỉ lệ từ 3%-9%.



Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội – HNX

Hình 4: Kết quả đấu thầu trái phiếu chính phủ



Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội – HNX
Hình 5: Cơ cấu phát hành trái phiếu doanh nghiệp theo ngành kinh tế

Với các doanh nghiệp phi tài chính, bên cạnh việc phát hành trái phiếu để huy động vốn trung dài hạn đầu tư cho các dự án, một số trường hợp phát hành nhằm cơ cấu lại nợ vay, đảo nợ, thanh toán các khoản nợ vay chuẩn bị đến hạn. Từ đầu năm 2019, một số doanh nghiệp kinh doanh bất động sản ở Việt Nam đang gặp khó khăn về vốn do NHTM đang thực hiện lộ trình hạn chế tín dụng đối với bất động sản theo chủ trương của NHNN, dẫn đến doanh nghiệp bất động sản, các chủ đầu tư dự án khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng. Mặc dù không có số liệu chi tiết về thực tế sử dụng vốn huy động từ phát hành TPDN, nhưng theo nhận định của một số chuyên gia, do doanh nghiệp tiếp tục gặp khó khăn, không có khả năng trả nợ gốc và lãi trái phiếu đến hạn, nên việc doanh nghiệp phát hành trái phiếu để cơ cấu nợ là điều có khả năng xảy ra.

Với các doanh nghiệp thuộc ngành ngân hàng, trong số 11 ngân hàng phát hành trái phiếu kỳ hạn trên 5 năm (năm 2019), BIDV, Vietinbank, Seabank, Lienvietpostbank là những ngân hàng có quy mô phát hành nhiều nhất (xem bảng 2). Lãi suất các loại trái phiếu kỳ hạn dài dao động ở mức 7,5%-8,5%/năm. BIDV phát hành trái phiếu với tổng giá trị 18.371 tỷ đồng, gồm các kỳ hạn từ 6-15 năm, trong đó 45,7% là trái phiếu kỳ hạn 6 năm có kèm theo cam kết mua lại sau 1 năm. Vietinbank phát hành 5.500 tỷ đồng trái phiếu các kỳ hạn 7-15 năm chủ yếu dưới hình thức phát hành ra công chúng.

Lãi suất: Nhìn chung, lãi suất TPDN cao hơn lãi suất TPCP và có mức độ cao thấp khác nhau giữa các loại hình doanh nghiệp. Lãi suất TPDN bất động sản và cơ sở hạ tầng cao nhất, lĩnh vực ngân hàng và định chế tài chính có mức lãi suất thấp nhất (xem hình 6).

Cơ cấu nhà đầu tư: Các tổ chức mua TPDN phần lớn là công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, quỹ đầu tư chuyên nghiệp, các NHTM (trực tiếp hoặc qua công ty con). Đây là nhóm tổ chức có nguồn vốn lớn, có năng lực đánh giá, định giá trái phiếu và sẵn sàng chấp nhận rủi ro từ việc mua trái phiếu. Các NHTM mua TPDN nhằm đa dạng hóa hoạt động kinh doanh và trong điều kiện khả năng tăng trưởng các hình thức tín dụng khác bị hạn chế. Ngoài ra, việc mua trái phiếu doanh nghiệp, so với cho vay, sẽ giúp NHTM linh hoạt hơn trong tạo

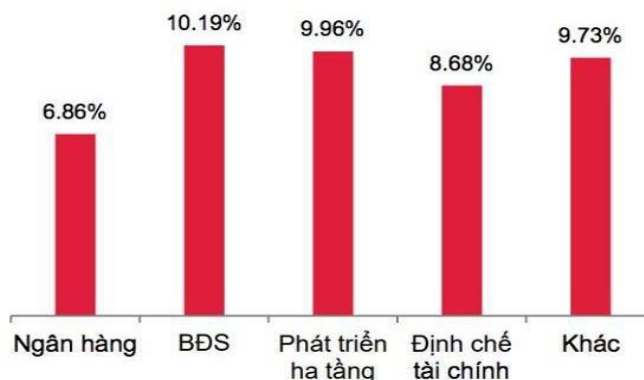
Bảng 2: Kết quả phát hành trái phiếu năm 2019 của các NHTM Việt Nam

Tổ chức phát hành	Phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn bình quân (năm)	Lãi suất trái phiếu bình quân
BID	18,371	6.84	8.04%
VPB	18,060	3.22	6.62%
ACB	11,950	2.97	6.80%
VIB	11,700	2.67	6.62%
HDB	10,434	2.68	6.52%
TCB	8,500	3.00	6.49%
LPB	7,050	5.69	6.96%
SEA	6,801	5.83	8.36%
CTG	5,550	8.18	7.57%
SHB	4,150	2.23	6.85%
OCB	4,000	2.88	6.66%
BAB	3,600	2.36	6.69%
ABB	3,500	3.00	6.50%
MSB	800	3.00	6.80%
VAB	300	2.00	8.40%
TPB	267	7.38	9.51%
NAB	200	10.00	7.80%
MBB	190	8.68	8.56%

Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội - HNX

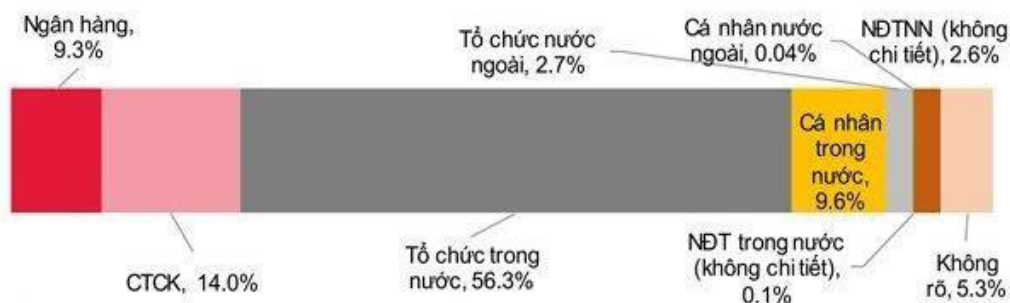
nguồn thanh khoản vì ngân hàng có thể bán lại một phần trái phiếu này cho các tổ chức, quỹ đầu tư và khách hàng cá nhân khi cần điều chỉnh các khoản mục tài sản trên bảng cân đối kế toán.

Trên thị trường thứ cấp, mặc dù chỉ giao dịch thông qua phương thức thỏa thuận, song thanh khoản thị trường TPDN vẫn tiếp tục tăng trưởng đáng kể nhất là từ khi có sự tham gia của một số



Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội - HNX

Hình 6: Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp phát hành năm 2019



Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội - HNX

Hình 7: Cơ cấu các nhà đầu tư TPDN trên thị trường sơ cấp

công ty niêm yết có quy mô lớn và uy tín như Tập đoàn Vingroup, Công ty Cổ phần Vinhomes, Công ty Massan.

Bên cạnh những thành công nêu trên, thị trường trái phiếu Việt Nam cũng còn tồn tại một số hạn chế sau, bắt cập sau:

Thứ nhất, chủng loại hàng hóa trên thị trường chưa nhiều. Sự hạn chế về hàng hóa làm nhà đầu tư không có nhiều lựa chọn trong đầu tư, thị trường kém hấp dẫn và thiếu chiều sâu, thanh khoản thị trường hạn chế, nhất là thị trường TPDN. Phương thức giao dịch trên thị trường thứ cấp còn khá đơn giản và đơn điệu. Từ khi thị trường ra đời, trái phiếu vẫn được giao dịch theo 2 phương thức chủ yếu là outright và repos.

Thứ hai, nhà đầu tư tham gia thị trường trái phiếu chưa đa dạng, thiếu vắng một số nhà đầu tư có tiềm lực tài chính mạnh như quỹ hưu trí, quỹ đầu tư, sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài còn hạn chế.

Thứ ba, quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam có sự tăng trưởng trong những năm gần đây, nhưng nếu so sánh với các thị trường TPCP phát triển thì quy mô thị trường TPCP Việt Nam vẫn còn nhỏ.

Có nhiều nguyên nhân dẫn đến những hạn chế, bắt cập trong phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam, trong đó phải kể đến một số lý do cơ bản sau:

Một là, thông tin thị trường và cơ sở hạ tầng công nghệ vẫn còn hạn chế

Mặc dù đã có những cải thiện đáng kể nhưng hệ thống thông tin thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn chưa có khả năng hỗ trợ nhiều cho phòng ngừa rủi

ro, chưa giúp các thành viên tìm kiếm đối tác dễ dàng khi có nhu cầu. Hệ thống thông tin mới chỉ cung cấp dữ liệu cơ bản, chưa có nhiều thông tin giá trị gia tăng, thông tin chưa được tổng hợp đa dạng, nhiều chiều, chưa cung cấp nhiều chỉ số mang tính dự báo, đầu tư hỗ trợ việc giao dịch của các nhà đầu tư trên thị trường. Thị trường trái phiếu hiện nay vừa thiếu công cụ, vừa thiếu thông tin giúp nhà đầu tư cũng như các bên liên quan “đọc” được rủi ro hoạt động của doanh nghiệp, cũng như trái phiếu do doanh nghiệp phát hành.

Hạ tầng công nghệ về giao dịch, thanh toán bù trừ, cung cấp thông tin... chưa đáp ứng được yêu cầu tập trung hóa và chia sẻ thông tin, chưa kết nối với nhiều hệ thống công nghệ thông tin quốc tế nhằm tạo thuận lợi cho nhà đầu tư nước ngoài.

Hai là, thị trường chưa có các tổ chức định mức tín nhiệm, vai trò tạo lập thị trường của các tổ chức tài chính trung gian còn rất hạn chế.

Thực tế phát triển thị trường trái phiếu (TTTP) ở các nước cho thấy, định mức tín nhiệm được coi là hoạt động quan trọng và cần thiết cho việc phát triển thị trường, song thị trường trái phiếu Việt Nam hiện vẫn còn thiếu vắng các tổ chức này. Các nhà đầu tư khi tham gia thị trường phải tự thực hiện việc đánh giá và phân tích, điều này rất mất thời gian, tốn kém và không phải nhà đầu tư nào cũng có thể tự thực hiện được. Với sự có mặt của hoạt động định mức tín nhiệm trên thị trường, việc xác định rủi ro sẽ trở nên dễ dàng hơn.

Hiện nay, một số NHTM, công ty chứng khoán (CTCK) đang đảm nhận vai trò là nhà tạo lập thị trường trên thị trường TPCP, nhưng thực tế họ không mấy mặn mà do phải đối mặt với gánh nặng nghĩa vụ lớn (chẳng hạn như hàng năm phải mua một lượng TPCP lớn, phải thực hiện chào mua, chào bán với cam kết chắc chắn...) trong khi quyền lợi chưa tương xứng. Quyền lợi nổi bật nhất của nhà tạo lập thị trường ở Việt Nam là được sử dụng thông tin thị trường trái phiếu của HNX, nhưng cơ sở dữ liệu trên hệ thống của HNX chưa được hoàn thiện, chuẩn hóa, nên chưa hấp dẫn các tổ chức tài chính tham gia làm nhà tạo lập thị trường.

Ba là, môi trường pháp lý đối với hoạt động của thị trường trái phiếu chưa hoàn thiện

Kể từ khi hình thành, hệ thống khung khổ pháp lý đối với thị trường trái phiếu đã dần hoàn thiện. Sự ra đời của Luật Quản lý nợ công, Luật Đầu tư công, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán... đã tạo ra nền tảng pháp lý quan trọng cho việc tổ chức phát hành, giao dịch cũng như sử dụng công cụ giao dịch trái phiếu. Trên cơ sở đó, Chính phủ, Bộ Tài chính đã ban hành các Nghị định, Thông tư về tổ chức, quản lý và hướng dẫn thi hành các hoạt động trên thị trường. Tuy nhiên, khung khổ pháp lý hiện hành chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển TTTP, đặc biệt cơ chế chính sách về phát triển TTTP còn chưa có sự liên thông và thiếu đồng bộ với thị trường tiền tệ, tín dụng. Một số cơ chế, chính sách chưa được ban hành theo chuẩn quốc tế như: Cơ chế thiết lập nhà tạo lập thị trường trên thị trường thứ cấp; thị trường mua bán lại trái phiếu (repos) chưa phát triển do quy định về hoạt động này chưa có sự đồng bộ giữa chính sách đầu tư của các thành viên tham gia thị trường với bản chất giao dịch của sản phẩm tài chính. Hệ thống pháp lý quy định về phát hành và giao dịch TPDN cũng chưa thực sự nhất quán, đồng bộ, chưa tạo động lực, khuyến khích để hỗ trợ thị trường phát triển. Nghị quyết 78/2014 của Quốc hội về dự toán ngân sách nhà nước 2015 với quy định “phát hành TPCP kì hạn từ 5 năm trở lên đang bộc lộ bất cập. Kì hạn trung bình của TPCP đến hết năm 2019 dài hơn 13

năm, trong khi các kì hạn ngắn rất ít. Việc không phát hành TPCP dưới 5 năm gây khó khăn cho hình thành đường cong lãi suất chuẩn, ảnh hưởng không tốt đến thị trường TPDN, nhất là việc định giá, khả năng thanh khoản và không đảm bảo được tính minh bạch của thị trường.

3. Định hướng và giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam

3.1. Mục tiêu và định hướng phát triển

Dựa trên cơ sở định hướng phát triển thị trường trái phiếu (Quyết định số 1191/QĐ-TTg ngày 14/8/2017), kết hợp với kết quả phân tích, đánh giá thực trạng những hạn chế, bất cập và nguyên nhân của những bất cập trong phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam những năm gần đây, theo tác giả, những năm tới thị trường trái phiếu nên phát triển theo các mục tiêu và định hướng sau:

Thứ nhất, xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu phù hợp với mức độ phát triển của nền kinh tế, đồng bộ với các cấu phần khác của thị trường tài chính (thị trường cổ phiếu, thị trường tiền tệ - tín dụng ngân hàng). Phát triển thị trường trái phiếu ổn định, cấu trúc hoàn chỉnh, đồng bộ về các yếu tố cung - cầu; mở rộng cơ sở nhà đầu tư, tăng quy mô và chất lượng hoạt động, đa dạng hóa các sản phẩm, nghiệp vụ, đảm bảo thị trường hoạt động công khai, minh bạch và hiệu quả. Chủ động hội nhập thị trường quốc tế, từng bước tiếp cận với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế.

Thứ hai, tăng quy mô thị trường và khối lượng giao dịch, phấn đấu đưa dư nợ thị trường trái phiếu đạt khoảng khoảng 65% GDP vào năm 2030, trong đó dư nợ thị trường trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương đạt khoảng 45% GDP vào năm 2030, dư nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt khoảng 20% GDP vào năm 2030. Phấn đấu kỳ hạn bình quân danh mục phát hành trái phiếu chính phủ trong nước giai đoạn 2021-2030 đạt 7-8 năm. Tăng khối lượng giao dịch trái phiếu chính phủ, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương bình quân phiên lên mức 2% dư nợ trái phiếu niêm yết vào năm 2030. Tăng tỷ trọng

trái phiếu chính phủ do các công ty bảo hiểm, bảo hiểm xã hội, quỹ hưu trí, quỹ đầu tư và các tổ chức tài chính phi ngân hàng nắm giữ lên mức 60% vào năm 2030.

Thứ ba, phát triển thị trường trái phiếu cả về chiều rộng và chiều sâu, đảm bảo an toàn hệ thống, hiện đại hóa hạ tầng thị trường, đưa thị trường trở thành một kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế với chi phí vốn hợp lý. Tiếp tục tập trung phát triển thị trường trái phiếu chính phủ làm nền tảng cho sự phát triển của thị trường trái phiếu; đẩy mạnh phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp huy động vốn, đặc biệt là vốn trung và dài hạn, góp phần tăng cường quản trị và công khai thông tin doanh nghiệp. Tăng cường tính công khai, minh bạch, bảo vệ lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia thị trường.

3.2. Giải pháp phát triển

Một là, phát triển đa dạng các sản phẩm trái phiếu theo lộ trình phù hợp với sự phát triển của thị trường và nhu cầu của nhà đầu tư.

Tiếp tục đẩy mạnh việc phát hành đa dạng các loại trái phiếu để đáp ứng nhu cầu đầu tư của nhà đầu tư; phát hành các sản phẩm mới, các sản phẩm phái sinh trái phiếu như: trái phiếu có lãi suất thả nổi, trái phiếu có gốc, lãi được giao dịch tách biệt (strip bond, trái phiếu gắn với chỉ số lạm phát, hợp đồng tương lai/kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn. Thực hiện các nghiệp vụ về phát hành bổ sung trái phiếu hoặc hoán đổi trái phiếu, mua lại trái phiếu để hình thành các mã trái phiếu chuẩn nhằm tăng thanh khoản, ổn định thị trường và quản lý phòng ngừa rủi ro danh mục nợ TPCP, trái phiếu chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương. Tập trung phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh theo phương thức đấu thầu (bao gồm cả phát hành cho Bảo hiểm Xã hội Việt Nam) nhằm tăng quy mô, thúc đẩy tăng cạnh tranh và tăng thanh khoản của thị trường.

Đối với TPDN, Chính phủ cần tiếp tục tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp huy động vốn từ phát hành trái phiếu (thông qua các quy định giảm

thiểu thủ tục hành chính, rút ngắn thời gian từ khâu phát hành đến niêm yết trái phiếu...) và yêu cầu doanh nghiệp tăng cường tính công khai minh bạch trong quá trình huy động vốn. Khuyến khích doanh nghiệp phát hành đa dạng hóa các loại trái phiếu khi thị trường phát triển ở trình độ cao hơn như phát hành trái phiếu có lãi suất thả nổi, chứng khoán hóa các khoản vay mua nhà hoặc các tài sản đảm bảo...

Hai là, phát triển và đa dạng hóa hệ thống nhà đầu tư

Phát triển đa dạng cơ sở nhà đầu tư bao gồm các định chế chuyên nghiệp và cá nhân đầu tư chuyên nghiệp. Khuyến khích Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, Bảo hiểm Tiền gửi Việt Nam tăng tỷ trọng mua và bán TPDN có xếp hạng tín nhiệm cao (ngoài việc gửi tiền, mua chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu của các ngân hàng có chất lượng tốt) trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp để tăng tính thanh khoản cho thị trường. Doanh nghiệp bảo hiểm, đặc biệt là doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ được đầu tư theo hướng tăng tỷ trọng đầu tư vào TPCP, phân biệt chính sách đầu tư giữa TPDN được xếp hạng tín nhiệm với TPDN không được xếp hạng tín nhiệm để vừa đảm bảo an toàn hoạt động của các doanh nghiệp bảo hiểm vừa tạo nguồn vốn đầu tư dài hạn vào thị trường trái phiếu. Đa dạng hóa các loại hình quỹ đầu tư mục tiêu, trong đó có quỹ đầu tư trái phiếu. Khuyến khích các quỹ đầu tư tăng cường đầu tư vào TPCP, TPDN. Khuyến khích nhà đầu tư nước ngoài tham gia đầu tư dài hạn vào thị trường trái phiếu thông qua cải thiện chế độ công bố thông tin; cải cách thủ tục hành chính; rà soát, điều chỉnh chính sách thuế và phí giao dịch trái phiếu đối với nhà đầu tư nước ngoài...

Ngoài ra, thông qua các giải pháp phù hợp, trong đó có chính sách thuế để thúc đẩy việc hình thành và phát triển hệ thống chương trình hưu trí tự nguyện (sản phẩm bảo hiểm hưu trí và quỹ hưu trí) đầu tư dài hạn vào thị trường trái phiếu. Nghiên cứu thí điểm phương thức bán lẻ trái phiếu cho nhà đầu tư cá nhân để hình thành kênh huy động vốn nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư của dân cư vào các tài sản có tính an toàn cao.

Ba là, phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường, định chế trung gian và dịch vụ thị trường

Hoàn thiện và phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường với đầy đủ quyền lợi và nghĩa vụ để thực hiện chức năng tạo lập thị trường trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp nhằm tăng tính thanh khoản của thị trường. Yêu cầu các nhà tạo lập thị trường thực hiện nghĩa vụ chào giá hai chiều (giá mua, giá bán) đối với các mã TPCP tiêu chuẩn nhằm tạo thanh khoản cho thị trường. Đẩy mạnh chương trình tái cơ cấu công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ theo các nguyên tắc và lộ trình quy định nhằm tăng cường năng lực của các định chế này trong việc tham gia vào thị trường trái phiếu, đặc biệt là tham gia vào hệ thống phát hành, giao dịch và tạo lập thị trường.

Kho bạc Nhà nước cho vay trái phiếu đối với các nhà tạo lập thị trường khi thực hiện nghĩa vụ chào giá mua và giá bán đối với các sản phẩm trái phiếu chuẩn. Xây dựng đường cong lãi suất và chỉ số TPCP nhằm hỗ trợ việc đánh giá hiệu quả tài chính của các danh mục đầu tư trái phiếu. Xây dựng khung hợp đồng mẫu giao dịch có kỳ hạn (repos) chuẩn nhằm tạo điều kiện cho các thành viên tham gia thị trường trái phiếu. Cải tiến mô hình tổ chức thị trường và hệ thống giao dịch TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương tại Sở Giao dịch Chứng khoán phù hợp với tính chất giao dịch thỏa thuận, bảo đảm chế độ báo cáo giao dịch kịp thời, chính xác để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn trên thị trường; tăng cường trách nhiệm của thành viên thị trường thứ cấp trong công tác báo cáo giao dịch.

Đánh giá, rà soát cơ chế hiện hành về thành lập và hoạt động của doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm, quỹ hưu trí tự nguyện để sửa đổi, bổ sung cho phù hợp với sự phát triển của thị trường, đồng thời nâng cao chất lượng hoạt động của các tổ chức này trên thị trường trái phiếu. Cùng với việc thúc đẩy các điều kiện cho công ty định mức tín nhiệm sớm đi vào hoạt động, Việt Nam cần học hỏi kinh nghiệm quốc tế về việc đưa mô hình trung tâm định giá trái phiếu vào hoạt động. Tổ chức này sẽ thực hiện chức

năng định giá TPDN, tạo cơ sở tham chiếu cho các nhà đầu tư trong quá trình lựa chọn, cân nhắc để đưa ra quyết định đầu tư. Đồng thời, có biện pháp khuyến khích doanh nghiệp sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm.

Hiện đại hóa hệ thống đấu thầu, đăng ký, lưu ký và niêm yết TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh theo hướng nhằm giảm thiểu thủ tục hành chính, rút ngắn thời gian từ khâu phát hành đến niêm yết trái phiếu từ T+2 xuống còn T+1 khi điều kiện chín muồi. Từng bước thực hiện chuyển chức năng thanh toán trái phiếu, bao gồm cả TPCP, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương và TPDN từ NHTM sang NHNN Việt Nam, góp phần thúc đẩy phát triển thị trường theo hướng an toàn, hiệu quả và hỗ trợ thực hiện chính sách tiền tệ.

Bốn là, phát triển và nâng cao chất lượng hệ thống thông tin thị trường

Nâng cao tính minh bạch và chuyên nghiệp cho thị trường theo thông lệ, chuẩn mực quốc tế. Hình thành hệ thống công bố thông tin về phát hành, giao dịch đối với TPDN niêm yết và chưa niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán để thúc đẩy phát triển thị trường TPDN. Nghiên cứu xây dựng chuyên trang thông tin về TPDN tại Sở Giao dịch Chứng khoán để cung cấp thông tin về tình hình phát hành, giao dịch TPDN, thúc đẩy giao dịch thứ cấp TPDN.

Xây dựng và công bố công khai lịch biểu phát hành TPCP để tạo điều kiện cho các thành viên chủ động tham gia thị trường, tăng khả năng huy động vốn cho ngân sách nhà nước và thúc đẩy phát triển thị trường thứ cấp. Khi có nhu cầu phát hành tín phiếu để thực hiện chính sách tiền tệ, NHNN Việt Nam phối hợp với Bộ Tài chính trong việc xây dựng lịch biểu phát hành và tổ chức phát hành để đảm bảo ổn định thị trường trái phiếu.

Năm là, hoàn thiện các quy định đối với hàng hóa và chủ thể tham gia thị trường

Sửa đổi Nghị quyết 78/2014 theo hướng cho phép phát hành đa dạng các kì hạn TPCP dưới 5 năm để hình thành đường cong lãi suất chuẩn cho thị

trường, nhưng vẫn phải đảm bảo kì hạn bình quân tổng danh mục TPCP từ 5 năm trở lên.

Nghiên cứu, tách biệt quy định về điều kiện, hồ sơ phát hành TPDN ra công chúng với điều kiện và hồ sơ phát hành cổ phiếu ra công chúng khi sửa Luật Chứng khoán nhằm thúc đẩy doanh nghiệp phát hành trái phiếu ra công chúng để huy động vốn. Yêu cầu bắt buộc doanh nghiệp phát hành trái phiếu ra công chúng phải được đánh giá xếp hạng tín nhiệm khi thị trường trong nước có ít nhất 02 doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm đủ điều kiện đi vào hoạt động. Rà soát, hoàn thiện chính sách quy định về tỷ lệ nắm giữ TPCP của các TCTD theo hướng bỏ quy định về tỷ lệ nắm giữ để có sự linh hoạt trong từng thời kỳ phù hợp với sự phát triển của thị trường trái phiếu và sự ổn định của thị trường tài chính - tiền tệ; hoàn thiện các chính sách liên quan đến giá, phí của hoạt động đăng ký lưu ký, niêm yết và giao dịch trên thị trường trái phiếu phù hợp với bản chất giao dịch của trái phiếu.

Kết luận:

Phát triển thị trường trái phiếu có vai trò quan trọng trong sự nghiệp phát triển kinh tế - xã hội của mỗi quốc gia, trong đó Việt Nam không phải là một ngoại lệ. Để thị trường phát triển an toàn, hiệu quả và bền vững cần thực hiện đồng bộ các giải pháp về cung, cầu hàng hóa, về hệ thống các chủ thể tham gia thị trường, các điều kiện cơ sở hạ tầng và một môi trường pháp lý hoàn thiện. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 ngày 29/6/2006.
2. Luật số 62/2010/QH12 ngày 24/11/2010 sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán 2006
3. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Báo cáo thường niên, các năm 2016, 2017, 2018.
4. Nguyễn Thị Minh Huệ, Nguyễn Thị Thanh Hương, *Tổng quan về phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam*, Tạp chí Công Thương, Thứ sáu, ngày 06/03/2020.

5. Quyết định số 1191/QĐ-TTg ngày 14/8/2017 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2017-2020, tầm nhìn đến năm 2030.

6. Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 04/12/2018 Quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

7. Nghị định số 81/2020/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 04/12/2018 Quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

8. Website của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội: <http://www.hnx.vn>; của Bộ Tài chính: <http://www.mof.gov.vn>; của UBCKNN: <http://www.ssc.gov.vn>, Ngân hàng Phát triển Châu Á: <https://asianbondsonline.adb.org/>, và một số công ty chứng khoán.

Summary

The paper explored bond issuance and trading activities (including government bonds and corporate bonds) in recent years in terms of scale, transaction form, interest rate, investor structure, etc. Using secondary data combined with qualitative research methods including descriptive statistics, comparison, and analysis, the paper pointed out the limitations, shortcomings and causes of limitations in the operation of the Vietnamese bond market. In general, market perfection is still limited in the absence of credit raters, whereas the market-making role of financial intermediaries is also limited and the current legal framework has not met the development demand of the bond market. In the end, the author proposes several orientations and solutions for a safely, effectively and sustainably developed bond market in Vietnam.