

TỔNG QUAN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

● NGUYỄN THỊ MINH HUỆ - NGUYỄN THỊ THANH HƯƠNG

TÓM TẮT:

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam đang có sự phát triển mạnh mẽ trong 2 năm trở lại đây. Điều này vừa là cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam, vừa là thách thức cho các nhà quản lý thị trường khi các yếu tố cơ sở hạ tầng của thị trường chưa theo kịp. Nghiên cứu tổng quan về thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam cho thấy hiện trạng các vấn đề liên quan đến công bố thông tin, quy mô, kỳ hạn, cơ cấu nhà đầu tư,... Từ đó, các đánh giá và hàm ý chính sách cho phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam sẽ được bàn luận.

Từ khóa: Thị trường trái phiếu, doanh nghiệp, Việt Nam.

1. Đặt vấn đề

Trong giai đoạn mới thành lập, thị trường trái phiếu Việt Nam phát triển khá khiêm tốn. Tới năm 2009, hệ thống giao dịch chuyên biệt của trái phiếu Chính phủ (TPCP) được đưa vào hoạt động tại ở Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), quy trình đấu thầu, thanh toán và bù trừ được thiết kế một cách đồng bộ và hệ thống. Năm 2013, HNX xây dựng đường cong lợi suất chuẩn của TPCP, là thước đo tham khảo quan trọng cho các hoạt động giao dịch trái phiếu. Đồng thời, những biện pháp tích cực như: đầu tư cơ sở hạ tầng tin học, tái cấu trúc các đợt phát hành TPCP... đã khiến tốc độ tăng trưởng trung bình năm của thị trường trái phiếu Việt Nam giai đoạn 2011-2015 lên mức 31%/năm. Hiện nay, TPCP chiếm từ 85-87% thị trường trái phiếu, còn trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) chỉ chiếm từ 13-15% thị phần.

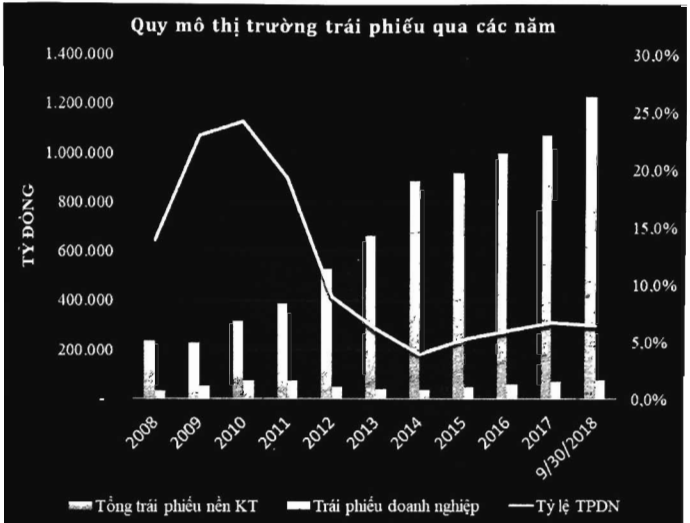
Riêng năm 2018, thị trường TPDN có sự phát triển mạnh mẽ, khối lượng phát hành tại thị trường sơ cấp là 224.000 tỷ đồng, gấp 2 lần năm 2017 và cao hơn khối lượng phát hành của thị trường TPCP, tổng dư nợ TPDN đạt mức 474.500 tỷ đồng, tương đương 8,6% GDP (Biểu 1).

Do đó, việc thực hiện các nghiên cứu để đánh giá sự phát triển của thị trường TPDN ở Việt Nam là cần thiết để tạo tiền đề cho các chính sách nhằm phát triển một thị trường TPDN ổn định và bền vững.

2. Đối tượng và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu tổng quan được thực hiện trên cơ sở thu thập và phân tích số liệu thống kê về thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng. Đối tượng nghiên cứu là các cấu phần của thị trường TPDN gồm: thực trạng các hoạt động chính trên thị trường, quy mô thị trường,

Biểu 1: Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam



Nguồn: asianbondsonline.adb.org

hoạt động công bố thông tin, cơ cấu kỳ hạn và cấu trúc nhà đầu tư,... Từ đó, đánh giá thực trạng của thị trường nhằm đưa ra các hàm ý chính sách cho sự phát triển thị trường trong thời gian tới.

3. Kết quả tổng hợp thực trạng phát triển thị trường TPDN Việt Nam

3.1. Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp

Hoạt động phát hành trên thị trường TPDN hiện nay tuân thủ theo Luật Doanh nghiệp năm 2014, Luật Chứng khoán 2006 và Nghị định số 163/2018/NĐ-CP. Theo Nghị định số 163/2018, các công ty có thể lựa chọn chào bán trái phiếu theo một trong các hình thức sau: (i) Đấu thầu phát hành trái phiếu; (ii) Bảo lãnh phát hành trái

phiếu; (iii) Đại lý phát hành trái phiếu; (iv) Bán trực tiếp cho nhà đầu tư. Hiện nay, hầu hết các đợt phát hành TPDN được thực hiện thông qua hình thức bảo lãnh phát hành, chủ yếu là phát hành riêng lẻ. Hình thức bán trực tiếp tới các nhà đầu tư chỉ áp dụng cho các tổ chức tín dụng và các TCTD này đồng thời phải tuân thủ các quy định của NHNN áp dụng cho việc phát hành TPDN. Ngoài ra, bất kỳ doanh nghiệp nhà nước nào khi phát hành TPDN cũng phải báo cáo kế hoạch phát hành lên đơn vị/bộ chủ quản để xin phê duyệt. Bên cạnh đó, những công ty muốn phát hành trái phiếu quốc tế đều phải báo cáo NHNN vì SBV được Chính phủ giao trách nhiệm kiểm soát trần giới hạn vay nợ nước ngoài hàng năm của quốc gia.

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. Sự gia tăng cả hai phía cung và cầu đối với TPDN giúp thị trường TPDN phát triển sôi động hơn bao giờ hết (Biểu 2).

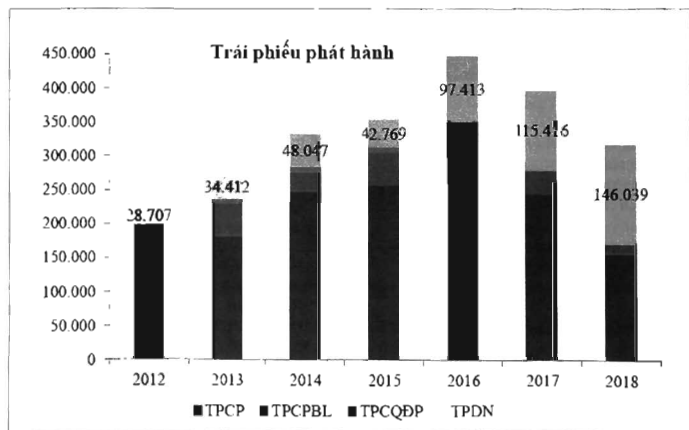
Trong giai đoạn 2010-2015 quy mô phát hành của thị trường TPDN Việt Nam tương đối ổn định, với khối lượng phát hành TPDN trung bình hàng năm dao động trong khoảng 30.000 - 35.000 tỷ đồng, trong đó khoảng 99% TPDN phát hành theo hình thức riêng lẻ. Quy mô phát hành TPDN có sự tăng đột biến từ năm 2016, đạt mức gần 130.000 tỷ đồng (tăng 203% so với

năm 2015). Đặc biệt, năm 2018 ghi nhận con số đạt mức kỷ lục là 224.000 tỷ đồng phát hành TPDN riêng lẻ (tăng 94,5% so với năm 2017) và chỉ tính riêng 6 tháng đầu năm 2019, quy mô phát hành TPDN riêng lẻ đạt mức gần 130.000 tỷ đồng¹.

3.2. Các yêu cầu về công bố thông tin TPDN

Với mục tiêu minh bạch hóa thông tin, bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư, đã có nhiều quy định về việc công bố thông tin đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu được ban hành. Cụ thể, doanh nghiệp phải xây dựng phương án phát hành và được cơ quan có thẩm quyền chấp thuận, phê duyệt. Phương án xây dựng phải bao gồm các nội dung cơ bản như: Thông tin chung về doanh nghiệp; Mục đích phát hành và phương án sử dụng vốn; Thông tin về trái phiếu dự kiến phát hành; Phương thức phát hành; Kế hoạch và phương thức thanh toán;... Doanh nghiệp phát hành có trách nhiệm công bố thông tin trước và

Biểu 2: Khối lượng phát hành của thị trường trái phiếu Việt Nam giai đoạn 2012-2018



Nguồn: Báo cáo Thị trường TPDN 2019 (VCBS)

sau phát hành; công bố thông tin định kỳ, thông tin bất thường; công bố thông tin của doanh nghiệp về trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu kèm theo chứng quyền, mua lại trái phiếu trước hạn, hoán đổi trái phiếu.

Hoạt động giao dịch trái phiếu doanh nghiệp

Tổng dư nợ của thị trường TPDN Việt Nam vẫn ở mức khá khiêm tốn so với các nước trong khu vực. Theo báo cáo của VCBS, khối lượng trái phiếu doanh nghiệp hiện hành tăng mạnh từ 5,27% năm 2016 và 6,19% GDP năm 2017 lên 7,86% GDP năm 2018. Trong 8 tháng đầu năm 2019, với quy mô thị trường tăng lên mức khoảng 10,2% GDP (Biểu 3).

Cơ cấu kỳ hạn

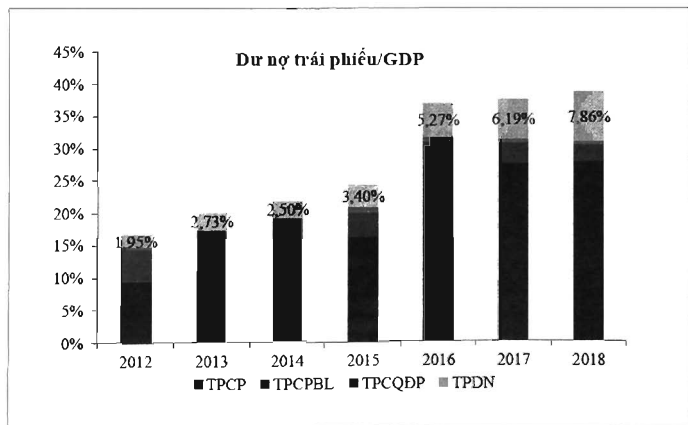
Cơ cấu kỳ hạn phát hành của TPDN có một sự tập trung ở các kỳ hạn 3-5 năm và trên 5 năm. Hai kỳ hạn này chiếm tỷ trọng khá lớn, đặc biệt cho thấy nhu cầu của tổ chức phát hành về công cụ nợ kỳ hạn dài này (Bảng 1).

Cơ cấu nhà đầu tư

Trong giai đoạn này, các NHTM là nhà đầu tư lớn nhất trên thị trường, với tỷ lệ nắm giữ TPDN cao hơn 70%. Tiếp theo là công ty chứng khoán (15,21%), quỹ đầu tư (2,57%) và công ty bảo hiểm (0,8%). Khác với TPCP, TPDN được các NHTM xếp vào nhóm tín dụng và thị trường do vậy mang nhiều bản chất của thị trường tín dụng hơn là thị trường vốn.

Do cơ chế giao dịch thứ cấp thị trường TPDN còn thiếu và chưa minh bạch, Quỹ Bảo hiểm xã hội của Việt Nam với lượng vốn dồi dào chỉ được phép đầu tư vào TPCP (chiếm 85% tổng tài sản)² và chưa tham gia vào thị trường TPDN. Bên cạnh đó, mặc dù các văn bản hướng dẫn thành lập các quỹ hưu trí bổ sung tự nguyện đã ra đời (Thông tư 115/2013, Thông tư 130/2015, Nghị định 88/2016 và Thông tư 86/2017), nhưng cho tới nay mới chỉ có 6 công ty bảo hiểm thành lập quỹ hưu trí tự nguyện, với tổng số vốn đầu tư vào TPDN rất

Biểu 3: Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam (đơn vị: % GDP)



Nguồn: Báo cáo Thị trường TPDN 2019 (VCBS)

Bảng 1. Cơ cấu kỳ hạn của TPDN từ năm 2012-2015

Đơn vị: Tỷ đồng

Kỳ hạn	Đăng ký		Phát hành		Dư nợ	
	Số liệu	Tỷ lệ	Số liệu	Tỷ lệ	Số liệu	Tỷ lệ
Dưới 3 năm	23.984	17%	20.202	20%	16.886	17%
3 – 5 năm	48.023	35%	36.379	36%	36.379	37%
Trên 5 năm	65.988	48%	44.708	44%	44.7076	46%
Tổng	137.996	100%	101.228	100%	97.972	100%

Nguồn: HNX

khiếm tốn trong giai đoạn 2014-2017 (tỷ trọng đầu tư vào TPDN có bảo lãnh ở mức 1-2%, vào cổ phiếu và TPDN không có bảo lãnh dưới 5% tổng tài sản)³. (Bảng 2).

Cơ sở hạ tầng của thị trường TPDN

Chất lượng cơ sở hạ tầng được coi là một trong những yếu tố quan trọng nhằm phát triển thị trường TPDN hiệu quả và có tính thanh khoản cao. Hiện nay, thị trường TPDN Việt Nam đã có Hệ thống giao dịch thỏa thuận OTC; Hệ thống giao dịch tại Sở và Hệ thống thanh toán. Tuy nhiên, so với thông lệ quốc tế và thị trường TPCP trong nước, thị trường TPDN Việt Nam còn thiếu vắng hệ thống đăng ký phát hành/cấp phép phát hành trực tuyến; Hệ thống đấu thầu tiêu chuẩn; Hệ thống cấp mã ISIN trực tuyến; Hệ thống niêm

yết thông tin TP; Hệ thống thông tin định giá TP; Hệ thống thông tin cấp quốc giá về TPDN.

4. Đánh giá và kết luận về phát triển thị trường TPDN Việt Nam

Nếu giai đoạn 2010-2015, thị trường TPDN Việt Nam chỉ đạt quy mô dưới 4%GDP thì từ 2016 tới nay, quy mô vốn hóa thị trường đã tăng dần và đạt mức 8,6% năm 2018. Tuy nhiên, con số này vẫn nhỏ hơn nhiều mức bình quân của khu vực ASEAN +3 là 21,7% GDP cho thấy tiềm năng phát triển của thị trường TPDN Việt Nam là rất lớn. Lý do là quy mô nền kinh tế Việt Nam so với khu vực ASEAN +3 khá tương đương và có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong những năm tới. Vì thế công cụ trái phiếu với khả năng đảm bảo an toàn đầu tư cao sẽ giúp nhà đầu tư có nhiều

Bảng 2. Cơ cấu trái chủ phân loại theo nhà đầu tư trong và ngoài nước (2013-2015)

	NHTM	Quý đầu tư	CTCK	CTBH	Cá nhân	Khác	Tổng
Trong nước	73,24%	2,57%	15,21%	0,80%	1,87%	6,31%	100%
Nước ngoài	2,28%	41,56%	21,51%	0,00%	0,00%	34,65%	100%

Nguồn: HNX

sự lựa chọn hơn. Mặt khác, do hệ thống ngân hàng trong nước đang chịu nhiều sức ép do hệ số nợ khó đòi cao, sự phát triển mạnh của thị trường TPDN sẽ tạo ra một kênh huy động vốn mới dài hạn, ổn định cho các công ty Việt Nam.

+ Cơ sở pháp lý hiện hành của Việt Nam về TPDN tương đối đầy đủ những yêu cầu cần thiết để thị trường phát triển. Nghị định số 163/2018 có nhiều quy định cụ thể, chi tiết quy định việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp theo hình thức riêng lẻ trên thị trường trong nước và thị trường quốc tế. Việc phát hành TPDN dưới hình thức đại chúng còn nhiều hạn chế, với các luật định liên quan còn chưa đầy đủ phù hợp do (1) nhiều tổ chức phát hành trái phiếu doanh nghiệp là các doanh nghiệp vừa và nhỏ không đạt đủ yêu cầu cho việc phát hành đại chúng và (2) nhiều đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp còn mang hình thức tín dụng.

+ Sự vắng mặt của các tổ chức định mức tín nhiệm (ĐMTN) và các dịch vụ ĐMTN ở thị trường Việt Nam đã kìm hãm sự phát triển thị trường TPDN. Các đợt phát hành TPDN hiện nay vẫn mang bản chất của thị trường tín dụng hơn là thị trường đầu tư công cụ nợ; dẫn đến tình trạng thanh khoản không cao. Nghị định số 88/2014 do BTC ban hành là khung pháp lý đầu tiên cho việc thành lập các tổ chức ĐMTN ở Việt Nam, nhưng do thiếu cơ chế, chính sách khuyến khích nên cho tới nay vẫn chưa có tổ chức ĐMTN nào chính thức hoạt động ở Việt Nam. Bên cạnh đó, cả các công ty phát hành và các nhà đầu tư chưa có văn hóa trả phí cho việc dùng các thông tin, dịch vụ do các tổ chức ĐMTN cung cấp.

+ Sự thống trị tuyệt đối của các đợt phát hành riêng lẻ, cùng với thị trường giao dịch phi tập trung thiếu tính thanh khoản khiến tính minh bạch về thông tin TPDN còn kém. Gần 99% TPDN tại Việt Nam được phát hành theo hình thức riêng lẻ, cao hơn rất nhiều so với kinh nghiệm quốc tế (chiếm khoảng 12% tại Mỹ; 10% tại Đức, từ 0.4-15% tại Hàn Quốc). Theo Nghị định số 163/2018 các doanh nghiệp phát hành TPDN sẽ phải đáp ứng các yêu cầu chặt chẽ hơn về công bố thông tin trước và sau đợt phát hành. Tuy nhiên, các yêu

cầu chuẩn hóa và chặt chẽ hơn về công bố thông tin thường áp dụng đối với các đợt phát hành ra công chúng. Bộ Tài chính hiện nay là cơ quan được báo cáo đầy đủ về hoạt động phát hành TPDN, tuy nhiên chưa có hệ thống hay cơ chế ủy quyền đại lý thông tin để cung cấp ra thị trường. Thiếu minh bạch thông tin trong các đợt phát hành TPDN sẽ khiến cho các nhà phát hành và nhà đầu tư tiềm năng lo ngại việc gia tăng chi phí và rủi ro.

+ Các sản phẩm của thị trường khá đơn giản, chưa đa dạng hóa và chưa đủ hấp dẫn với nhà đầu tư, chủ yếu tập trung vào phân mảng trung hạn, trả lãi coupon cố định hoặc thả nổi. Hiện chưa có sản phẩm trái phiếu gắn với chỉ số lạm phát; các trái phiếu kèm quyền mua/chứng quyền đã được phát hành nhưng chưa nhiều.

+ Các NHTM trong nước hiện vẫn là nhà đầu tư lớn nhất trên thị trường TPDN, trong khi các nhà đầu tư chuyên nghiệp dài hạn đóng vai trò khá khiêm tốn. Một đặc điểm chính của trung gian tài chính dựa trên hệ thống ngân hàng ở châu Á và ở Việt Nam là các ngân hàng thường là những người mua TPDN chính trong giai đoạn đầu của thị trường. Một mặt, với việc NHNN siết chặt các quy định đối với các NHTM trong nước nhằm quản lý rủi ro và áp dụng cơ chế quản lý vốn theo Basel II, các ngân hàng trong nước sẽ chịu sự kiểm soát chặt chẽ từ NHNN trong việc đầu tư vào TPDN, làm giảm cầu với TPDN. Mặt khác, để đáp ứng các tiêu chí yêu cầu về vốn của Basel II nhiều NHTM sẽ phải đẩy mạnh kế hoạch phát hành trái phiếu dài hạn để tái cơ cấu vốn. Vì vậy, họ sẽ đẩy mạnh nguồn cung trên thị trường này. Trong bối cảnh đó, việc tăng cường sự có mặt của các định chế đầu tư chuyên nghiệp là cần thiết để phát triển thị trường TPDN.

+ Việc tổ chức giao dịch đối với TPDN đang phần lớn thành TPDN được niêm yết và trái phiếu giao dịch OTC. TPDN có thể được niêm yết trên các Sở tuy nhiên quy mô còn rất ít, hầu như không đáng kể. Hệ thống thanh toán cho TPDN hầu như chưa hình thành. Giao dịch TPDN trên thị trường OTC chủ yếu là giao dịch trực tiếp, TPDN không niêm yết do vậy các phương thức

thanh toán chuẩn DVP chưa được áp dụng. Hệ thống mã ISIN quốc gia chưa áp dụng cho TPDN.

+ Các hệ thống công nghệ thông tin hỗ trợ cho sự hoạt động của thị trường TPDN còn thiếu. Chất lượng và sự đồng bộ của một hệ thống cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh (hỗ trợ cho việc đăng ký cấp phép/trực tuyến; cấp mã ISIN cho các nhà phát hành trái phiếu; hệ thống định giá/yết giá TP trực tuyến; hệ thống thông tin TPDN tập trung...) là một trong những yếu tố cốt lõi cho sự phát triển thành công của thị trường này và để hỗ trợ cho cả hai bên nhà phát hành và nhà đầu tư tiềm năng.

+ Nhận thức còn hạn chế của các công ty phát hành trái phiếu, các định chế đầu tư, trung gian và các nhà đầu tư về tầm quan trọng của thị trường TPDN. Một trong những lý do dẫn tới việc công tác đào tạo, tuyên truyền về trái phiếu chưa được chú trọng nhiều là vì đây được coi là thị trường chủ yếu dành cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp và các định chế đầu tư, những người vốn được coi là có đủ năng lực hành nghề trên thị trường này. Do đó, các cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức đào tạo hành nghề cần chú trọng công tác đào tạo nhà đầu tư về thị trường TPDN ■

Bài viết là một phần của đề tài nghiên cứu cấp nhà nước “Luận cứ khoa học cho việc hình thành và phát triển thị trường mua bán nợ của doanh nghiệp và các tổ chức tín dụng của Việt Nam”, thuộc Chương trình KX01/16-20.

TÀI LIỆU TRÍCH DẪN:

¹Tổng hợp số liệu từ báo cáo của Bộ Tài chính, VCBS và HNX năm 2018, 6 tháng đầu năm 2019.

²Báo cáo của Quỹ BHXH 2019

³Bài “Thực trạng hoạt động của các quỹ hưu trí tự nguyện tại Việt Nam” - ThS. Trần Nguyễn Minh Hải, Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ số 18/2019.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Asian Development Bank (2012). ASEAN + 3 bond market guide Vietnam
2. Ayako Yamaguchi, Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (2012). Domestic Bond Markets in the Asian region.
3. Hannah Levinger, Deutsche Bank (2014). What's behind recent trends in Asian corporate bond markets?
4. Hiroshi Yoshikawa, Nomura Institute of Capital Markets Research (2016). The reforms and developments of Japan's Corporate Bond market.
5. Hyun Suk, Korea Capital Market Institute (2014). ABMF and the standardization of the Asian Corporate Bond Market.
6. IOSCO Research Department. (2014) Corporate Bond Markets: A Global Perspective. Working paper Volume 1 April 2014.
7. IOSCO (2011). Development of the corporate bond markets in the emerging markets.
8. Saotshi Shimizu, Japan Research Institute (2008). Corporate bond markets of Korea, Malaysia and Thailand.
9. Yoshitomi, Masaru and Sayuri Shirai. Designing a Financial market structure in Post-crisis Asia - How to develop corporate bond markets. ADB Institute Working Paper 15 March 2001.

10. VCBS, Báo cáo thị trường TPDN 2018.

11. HNX, Đề án phát triển thị trường TPDN Việt Nam, 2016.

12. Nguyen Thi Thanh Huong, Nomura Journal of Asian Capital Markets 2016, "The overview of Vietnam securities market - 16 years of establishment and development".

Ngày nhận bài: 19/10/2019

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 29/10/2019

Ngày chấp nhận đăng bài: 9/11/2019

Thông tin tác giả:

PGS.TS. NGUYỄN THỊ MINH HUỆ

Giảng viên, Viện Ngân hàng Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

NGUYỄN THỊ THANH HUƠNG

Trung tâm Nghiên cứu và Đào tạo chứng khoán,

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

OVERVIEW ABOUT THE DEVELOPMENT OF CORPORATE BOND MARKET IN VIETNAM

● Assoc. Prof. PHD. **NGUYEN THI MINH HUE**

Lecturer, School of Banking - Finance,

National Economics University

● **NGUYEN THI THANH HUONG**

The Securities Research And Training Center

State Securities Commission of Vietnam

ABSTRACT:

Vietnam's corporate bond market has been progressing in the past two years. This has provided many opportunities for Vietnamese firms, but it has also raised challenges to Vietnam's policy makers when the Vietnamese infrastructure has not met the requirement of the market development. Research on corporate bond market in Viet show the situation of critical issues of the market such as information publishment, market size, bond maturity, investor structure, ect. From there, the article reviews and provides policy implication for developing Vietnam's corporate bond market.

Keywords: Bond market, business, Vietnam.