

PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU ĐỂ TẠO ĐIỀU KIỆN PHÁT TRIỂN ỔN ĐỊNH KINH TẾ - XÃ HỘI CỦA VIỆT NAM

● LÊ VĂN HẢI

TÓM TẮT:

Trong một nền kinh tế mở đang ngày càng hội nhập sâu rộng vào cộng đồng kinh tế thế giới như Việt Nam hiện nay, nếu thị trường trái phiếu phát triển bền vững, an toàn, hiệu quả, sẽ tạo điều kiện cho phát triển ổn định kinh tế - xã hội.

Bài viết tập trung phân tích thực trạng, làm rõ một số rủi ro hiện đang tồn đọng của thị trường trái phiếu Việt Nam. Từ đó, tác giả tìm ra các nguyên nhân và khuyến nghị một số giải pháp có liên quan.

Từ khóa: Phát triển bền vững, thị trường trái phiếu, phát triển ổn định, kinh tế - xã hội.

1. Đặt vấn đề

Thị trường trái phiếu là một bộ phận của thị trường tài chính, đây là kênh huy động vốn trung dài hạn của Chính phủ, của các định chế tài chính và các doanh nghiệp (DN). Phù hợp với xu hướng chung của thị trường tài chính quốc tế, trong giai đoạn hội nhập kinh tế sâu rộng như hiện nay, thị trường trái phiếu của Việt Nam đang tiếp tục phát triển, bao gồm cả trái phiếu chính phủ (TPCP) và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Tuy nhiên, sự phát triển nóng của thị trường này thời gian qua đang được dư báo tồn tại một số rủi ro cần phải có các biện pháp kịp thời để giải quyết và phát triển bền vững.

2. Tổng quan thực trạng quy mô phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam hiện nay

Trong năm 2019, Kho bạc Nhà nước huy động được 229.418,5 tỷ đồng TPCP thông qua hình thức đấu thầu tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), đạt trên 90% kế hoạch phát hành năm 2019, đối tượng mua chủ yếu là các ngân hàng thương mại (NHTM). Đến hết năm 2019, tổng khối lượng TPCP đạt trên 230.000 tỷ đồng, quy mô lớn nhất từ trước đến nay. Cũng tính đến hết năm 2019, quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam có 509 mã trái phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán trong nước với giá trị niêm yết đạt 1.162.000 tỷ đồng, tăng 3,7% so với cuối năm 2018.

Tính đến cuối tháng 5/2020, Kho bạc Nhà nước đã tổ chức được 57 phiên đấu thầu, với tổng khối lượng trúng thầu đạt trên 30.000 tỷ đồng. Riêng các phiên 24, 25 và 26 có tổng khối lượng trúng thầu cao nhất, đạt 4.821 tỷ đồng. Lãi suất trúng thầu phát hành TPCP giảm dần, từ 1,9% - 4,1%/năm tùy theo kỳ hạn trái phiếu, tăng cao so với kết quả trúng thầu của các phiên từ 19 - 22 là 4.610 tỷ đồng và 3.200 tỷ đồng của các phiên 15 - 18...

Tổng lượng TPDN phát hành 4 tháng đầu năm 2020 là 70.099 tỷ đồng với 435 đợt phát hành, có kỳ hạn bình quân 3,96 năm. Lãi suất bình quân là 10,07%/năm. Trong đó, các DN bất động sản chiếm 60%, tiếp theo là nhóm NHTM chiếm trên 20%, đều là các trái phiếu đủ tiêu chuẩn tính vào vốn cấp 2 của NHTM theo quy định.

3. Những kết quả cụ thể của thị trường trái phiếu

Trước đó, trong năm 2018, 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. Nhìn rộng hơn, trong giai đoạn 2009 - 2019, kênh phát hành TPCP đã huy động được 1,96 triệu tỷ đồng cho NSNN, bình quân đạt khoảng 175.000 tỷ đồng/năm; kênh TPCP bảo lãnh huy động được 385.151 tỷ đồng, bình quân khoảng 35.014 tỷ đồng/năm; kênh trái phiếu chính quyền địa phương huy động được 36.924 tỷ đồng, bình quân khoảng 4.615 tỷ đồng/năm. Trong những năm gần đây, kênh huy động vốn TPCP chiếm 75% - 80% tổng khối lượng trái phiếu công phát hành hàng năm.

Cùng với TPCP, năm 2019, quy mô phát hành TPDN cũng đạt khối lượng cao nhất trong lịch sử. Trong năm 2019, tổng giá trị TPDN phát hành đạt 280.141 tỷ đồng, tăng 25% so với năm 2018. Nhờ đó, quy mô thị trường trái phiếu tăng mạnh từ mức 9,01% trên GDP lên mức 11,3% vào năm 2019, với tổng lượng trái phiếu lưu hành đạt gần 670.000 tỷ đồng. Các DN bất động sản là tổ chức phát hành lớn nhất với tổng lượng phát hành chiếm 41%, tiếp theo là các NHTM, chiếm 38%. Vị trí còn lại là các công ty phát triển hạ tầng, công ty chứng khoán và các DN khác.

Lãi suất phát hành TPDN năm 2019 cao hơn lãi suất trúng thầu phát hành TPCP và có mức lãi suất khác nhau giữa các loại hình DN. Trong đó, lãi suất phát hành TPDN bất động sản và cơ sở hạ tầng cao nhất: lĩnh vực NH và định chế tài chính có mức lãi suất thấp nhất.

Hiện nay, nhà đầu tư trái phiếu ở Việt Nam chủ yếu là các định chế tài chính, điển hình là NHTM, do đây là các tổ chức có vốn lớn và có năng lực đánh giá, định giá trái phiếu, đặc biệt là các loại TPDN vốn có rất ít thông tin để nhận định. Tiếp đó là các công ty quản lý, các quỹ đầu tư chuyên nghiệp - đây là các tổ chức có nguồn vốn lớn, sẵn sàng chấp nhận rủi ro từ việc mua trái phiếu.

Quy mô thị trường trái phiếu tại Việt Nam, bao gồm cả TPDN và TPCP, tính đến năm 2018 mới chỉ ở mức 36,3% GDP. Đến năm 2019 cũng mới chỉ chiếm 38,2% GDP và cần phát triển hơn nữa.

Lãi suất trái phiếu cũng khá cao, từ 14,5% đến 17% - 20%/năm, cho thấy các DN cần vốn ngay lập tức và không thể đi vay trung dài hạn từ NHTM. Song, Bộ Tài chính cần cảnh báo để không phá vỡ mặt bằng lãi suất và hạn chế đầu cơ.

4. Mục đích phát hành trái phiếu của Ngân hàng thương mại

Trong năm 2019, các NHTM vẫn là tổ chức phát hành TPDN lớn nhất trên thị trường, chào bán tổng cộng 117.130 tỷ đồng trái phiếu và phát hành thành công 115.022 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ thành công là 98,2%. Kỳ hạn bình quân là 4,1 năm và lãi suất bình quân là 7,04%/năm, đây là nhóm có lãi suất trái phiếu thấp nhất thị trường.

Như vậy, lãi suất phát hành trái phiếu của các NHTM hầu hết không hấp dẫn với nhà đầu tư thông thường. Thêm vào đó, đối tượng mua trái phiếu chủ yếu là công ty chứng khoán, nên có thể các NHTM đã sở hữu chéo trái phiếu của nhau. Động thái này xuất phát từ 2 nguyên nhân, là: Áp lực tăng vốn cấp 2 của NHTM để có dự địa tăng trưởng tín dụng; Đáp ứng Basel II và việc phải đáp ứng lộ trình giảm dần tỉ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn theo quy định của NHNN

khiến các NHTM phải thay đổi cơ cấu nguồn vốn theo hướng gia tăng vốn trung, dài hạn.

5. Cảnh báo rủi ro đầu tư vào trái phiếu đối với Ngân hàng thương mại

Các NHTM mua trái phiếu như một kênh đầu tư lợi suất cao, lãi suất ổn định, chi phí và rủi ro thấp. Còn đối với DN, bên cạnh việc huy động vốn trung, dài hạn để đầu tư cho các dự án, cũng có một số trường hợp để cơ cấu lại nợ vay, đảo nợ, thanh toán các khoản nợ vay chuẩn bị đến hạn, có thể che giấu khoản nợ xấu tại một số các NHTM.

Trong năm 2019, toàn nền kinh tế Việt Nam có 44 DN trong tổng số 108 DN lớn thuộc lĩnh vực bất động sản đã thực hiện phát hành TPDN. Nếu lãi suất bình quân trái phiếu nhóm NHTM chỉ ở mức 6,5%/năm, thì nhóm bất động sản lên tới 10,24%/năm. Mức lãi suất này được cho là hấp dẫn hơn so với gửi tiết kiệm. Vay vốn NHTM lãi suất trung, dài hạn hiện nay ở mức từ 11-13%/năm nhưng phải tuân thủ các quy định và quy trình rất chặt chẽ. Đó là, phải qua thẩm định hồ sơ rất khắt khe, có tài sản đảm bảo và đăng ký giao dịch bảo đảm, thông tin từ Trung tâm thông tin tín dụng (CIC) đầy đủ. Sau đó, còn chịu giám sát về giải ngân, sử dụng vốn vay... trong khi DN phát hành trái phiếu không chịu những ràng buộc này. Vì vậy, nhiều DN đã đẩy mạnh phát hành trái phiếu với lãi suất cao, nhất là các DN thuộc lĩnh vực bất động sản.

Ngoài ra, có những dấu hiệu cho thấy, DN phát hành trái phiếu nhiều để đảo nợ ngân hàng. Trên thực tế, có nhiều lô trái phiếu DN phát hành ra được các NHTM mua hết. Nhiều DN có khoản nợ NHTM sắp đến kỳ phải trả, nhưng không có nguồn tiền trả nợ, có nguy cơ dẫn đến nợ quá hạn và nợ xấu. Gần quyết vấn đề này, chỉ có cách phát hành TPDN và "thuyết phục" các NHTM chủ nợ mua trái phiếu của mình. Như vậy, cả 2 bên đều có lợi, DN sẽ có tiền để trả nợ NH đúng hạn, còn NHTM cũng "làm đẹp" bằng cân đối tài chính và không bị nợ xấu tăng cao. Đây là lý do vì sao DN đẩy mạnh phát hành trái phiếu. Cả năm 2019, thị trường trái phiếu DN đạt khoảng 260.000 tỷ đồng, tăng 7% so với năm 2018.

Một số NHTM có số dư đầu tư TPDN chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản và tiếp tục tăng nhanh - đầu tư trái phiếu với mục đích khác ở mức cao và biến động lớn - khó kiểm soát. Thậm chí, không ít trường hợp tiếp tục đầu tư trái phiếu với mục đích cơ cấu lại nợ cho DN như phân tích ở trên. Hoạt động đầu tư trái phiếu của nhiều NHTM tiềm ẩn sự thiếu minh bạch và giá trị đầu tư quá nhiều tại DN.

NHTM mua TPDN để đảo nợ không phải là cách thức mới, bởi việc này giúp DN kéo dài thời gian trả nợ, ngân hàng cũng tránh bị tăng thêm nợ xấu. Thế nhưng, đây chỉ là giải pháp kỹ thuật, áp dụng khi một số DN gặp khó khăn tạm thời về dòng tiền. Thực tế còn cho thấy, việc đảo nợ bằng "chiêu" đầu tư trái phiếu sẽ khiến chất lượng khoản nợ được ghi nhận trên báo cáo tài chính không được phân loại chính xác. Năm 2018, NHNN đã ban hành Thông tư số 15/2018/TT-NHNN nhằm ngăn chặn tình trạng trên. Thế nhưng, thời gian gần đây, tình trạng này lại tiếp tục nóng trở lại cùng làn sóng đầu tư TPDN của NHTM.

6. Kết luận và khuyến nghị

Phát triển thị trường TPDN để đa dạng hóa kênh tiếp cận vốn, giảm phụ thuộc vào tín dụng là hướng đi tích cực, song thị trường này chỉ phát triển lành mạnh nếu có nhiều nhà đầu tư cá nhân tham gia. Một khi thị trường vẫn chủ yếu tập trung qua kênh NH như hiện nay, mà NHTM lại chỉ ưu tiên đầu tư trái phiếu của các DN thân quen, DN bất động sản, thì hệ thống đang tiềm ẩn những bất ổn, những dấu hiệu biến tướng về tín dụng, cả DN lẫn NHTM đều sẽ gặp rủi ro.

Chính phủ, các Bộ ngành có liên quan cần triển khai nhiều biện pháp phát triển ổn định, bền vững thị trường trái phiếu, hạn chế rủi ro cho nền kinh tế và nhà đầu tư. Theo đó, một số định hướng được dự báo sẽ thực hiện đó là:

Một là, cơ quan chức năng cần tăng cường chất lượng thanh tra, giám sát các hoạt động thị trường, đảm bảo việc tuân thủ các hoạt động đầu tư trái phiếu, hoạt động tín dụng được thực hiện nghiêm túc. Nâng cao phẩm chất và đạo đức của cán bộ làm công tác thanh tra, kiểm soát của các NHTM là hết sức cần thiết, đảm bảo việc tuân

thủ các hoạt động đầu tư trái phiếu, hoạt động tín dụng được thực hiện nghiêm túc.

Hai là, các ngành có liên quan cần tiếp tục phát triển cơ sở hạ tầng của thị trường TPDN, bao gồm có thể sẽ nghiên cứu thành lập tổ chức thu thập thông tin DN, thống kê giao dịch TPDN hàng ngày để minh bạch hóa thị trường. Sẽ đưa ra những quy định về lưu ký tập trung TPDN trên sở giao dịch để có thể thu thập tốt hơn thông tin về tình hình DN cũng như quy mô giao dịch TPDN hàng ngày.

Bên cạnh đó, các cơ quan chức năng cần nghiên cứu có thể đưa ra quy định về chuẩn mực báo cáo tài chính và công bố thông tin định kỳ, điển hình như sử dụng chuẩn mực báo cáo theo IFRS, vốn đã được nhiều nước trên thế giới áp dụng. Đồng thời, nghiên cứu phát triển các tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín để đưa ra đánh giá trái phiếu một cách khách quan, theo thông lệ quốc tế. Việc áp dụng các báo cáo theo chuẩn mực quốc tế cũng giúp nâng cao xếp hạng tín nhiệm của DN. Các cơ quan chức năng của Việt Nam tiếp tục xúc tiến, đẩy nhanh hoạt động xếp hạng tín nhiệm DN, xếp hạng tín nhiệm quốc tế tại Việt Nam, để các nhà đầu tư có thể phân biệt được mức độ tín nhiệm của các DN.

Ba là, trong điều hành chính sách tài chính, Bộ Tài chính cùng các Bộ ngành có liên quan cần tiếp tục dự báo sát và đánh giá đúng tình hình nợ phát hành TPDN gia tăng lớn trong tổng nợ quốc gia/GDP để chủ động có biện pháp phòng ngừa, hạn chế rủi ro đối với nền kinh tế. Bộ Tài chính cần rà soát lại quy chế phát hành TPDN hiện nay, cần siết chặt hơn để đảm bảo an toàn cho thị trường trái phiếu.

Bốn là, các Bộ ngành có liên quan cần tiếp tục thúc đẩy các giao dịch thứ cấp TPDN phát triển, tạo ra cơ chế để trái phiếu có thể bán buôn, bán lẻ cho khách hàng là tổ chức, cá nhân một cách rộng rãi hơn, từ đó có thể tạo ra thị trường thứ cấp nhất sự sôi động.

Năm là, các Bộ ngành có liên quan cần tiếp tục nghiên cứu nhằm đa dạng hóa cơ cấu nhà đầu tư TPDN. Như vậy, cơ cấu nhà đầu tư sẽ tự động được mở rộng và TPDN sẽ là một kênh đầu tư tiềm năng của khu vực dân cư. Thứ tế, các nhà

đầu tư trái phiếu chính là các định chế tài chính chiếm vị trí lớn nhất của thị trường thứ cấp TPDN trong những năm qua. Bởi không chỉ là đối tượng chính mua TPDN, các định chế tài chính còn trở thành các đại lý nòng cốt để bán TPDN đến các nhà đầu tư nhỏ lẻ khác. Vì vậy, bán trái phiếu qua các định chế tài chính là giải pháp ngắn hạn hiệu quả để mở rộng tệp nhà đầu tư TPDN. Các DN sẽ chủ động phối hợp với các định chế tài chính, đặc biệt là các ngân hàng, như một kênh trung gian để bán trái phiếu trên thị trường cấp 1. Đây là biện pháp không chỉ hỗ trợ phát triển thị trường TPDN mà còn giúp phân tán lượng TPDN tồn tại trên bảng cân đối của các NHTM sang các nhà đầu tư nhỏ lẻ khác, giảm thiểu rủi ro tập trung tín dụng trong hệ thống trung gian tài chính.

Sáu là, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành văn bản yêu cầu các NHTM phải tiến hành rà soát và tăng cường các biện pháp kiểm soát hoạt động đầu tư TPDN vì tiềm ẩn rủi ro. Những cảnh báo của NHNN là rất cần thiết, nhưng ở góc độ khác, sự biến tướng của thị trường đầu tư trái phiếu đã cho thấy, nhu cầu vay và cho vay bất động sản của NHTM cùng DN là rất lớn. Do vậy, trước mắt, trách nhiệm của cơ quan quản lý là nắn dòng để thị trường chảy đúng hướng, tạo hành lang pháp lý an toàn cho DN và NHTM hoạt động. Đồng thời, có chế tài xử phạt nghiêm những NHTM có tình lách luật, mua trái phiếu để đảo nợ sai quy định.

Bảy là, theo xu hướng thị trường trái phiếu thời gian tới thì đầu tư vào trái phiếu sẽ tiếp tục tăng trưởng, các NHTM cũng sẽ tiếp tục đẩy mạnh kênh này để hút vốn dài hạn trong bối cảnh NHNN ngày càng siết chặt tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn của Ngân hàng. Với hành lang pháp lý đó là Nghị định 163, Luật Chứng khoán, Luật DN, Luật Các tổ chức tín dụng... cần khẩn trương triển khai xếp hạng tín nhiệm đối với các DN muốn phát hành trái phiếu ra công chúng và phân rõ ngưỡng yêu cầu để các nhà đầu tư có thể tham gia mua trong đợt phát hành riêng lẻ. Các cơ quan chức năng của Việt Nam cần xúc tiến, đẩy nhanh hoạt động xếp hạng tín nhiệm DN, xếp hạng tín nhiệm quốc tế tại Việt Nam để các nhà đầu tư có thể phân biệt được mức độ tín nhiệm của các DN ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Công ty Chứng khoán SSI (2019). *Báo cáo của Công ty Chứng khoán SSI - tháng 12/2019*.
2. *Báo cáo tài chính hết năm 2018 và hết quý IV/2019 của các NHTM được tác giả lựa chọn*.
3. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. truy cập tại www.ssc.gov.vn
4. Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Ngày nhận bài: 16/4/2020

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 26/4/2020

Ngày chấp nhận đăng bài: 6/5/2020

Thông tin tác giả:

TS. LÊ VĂN HẢI

Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

**SUSTAINABLY DEVELOPING
THE BOND MARKET TO FACILITATE VIETNAM'S
SOCIO-ECONOMIC DEVELOPMENT**

● **Ph.D LE VAN HAI**

Banking University of Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

A sustainable, safe and effective bond market would create favourable conditions for the socio-economic development of Vietnam amid the country's increasingly and deeply international economic integration. This paper is to analyze the current states of Vietnam's bond market, clarify risks of uncontrolled corporate bond market and risks for commercial banks when investing in bond market, and find out causes and solutions to handle related issues.

Keywords: Sustainable development, bond market, stable development, socio-economic development.