

Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp

NGUYỄN HƯƠNG ANH¹

Để đáp ứng nhu cầu vốn trung và dài hạn, bên cạnh tín dụng ngân hàng, kênh trái phiếu đang ngày càng khẳng định vai trò quan trọng trong việc khai thông nguồn vốn cho sự phát triển của doanh nghiệp (DN). Bài viết đánh giá thị trường trái phiếu DN trong những năm qua, từ đó đề xuất giải pháp phát triển thị trường trái phiếu ổn định, bền vững trong thời gian tới.

CHÍNH SÁCH THÚC ĐẨY PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DN

Thị trường trái phiếu DN được hình thành trong những năm 1990 với việc Chính phủ ban hành Nghị định số 120-CP, ngày 17/9/1994 về Quy chế tạm thời phát hành trái phiếu, cổ phiếu của DN nhà nước và Nghị định số 23-CP, ngày 22/3/1995 về phát hành trái phiếu quốc tế. Từ năm 2006, căn cứ vào Luật Chứng khoán (năm 2006), Luật Doanh nghiệp, trái phiếu DN được phát hành theo 2 hình thức đó là: phát hành ra công chúng và phát hành riêng lẻ. Cụ thể là:

- *Đối với phát hành ra công chúng:* Thực hiện theo Luật Chứng khoán (năm 2006), Luật sửa đổi, bổ sung Luật Chứng khoán (năm 2010), Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, ngày 20/7/2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán và Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 26/6/2015 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP.

- *Đối với phát hành riêng lẻ:* Thực hiện theo Luật DN (năm 2005), Luật Chứng khoán (năm 2006) và Nghị định số 52/2006/NĐ-CP, ngày 19/5/2006 của Chính phủ quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp; Nghị định số 90/2011/NĐ-CP, ngày 14/10/2011 của Chính phủ quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp; Nghị định số 163/2018/NĐ-CP, ngày 04/12/2018 của Chính phủ quy định về phát hành trái phiếu DN.

Trong bối cảnh DN đẩy mạnh phát hành trái phiếu để huy động vốn, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 81/2020/

NĐ-CP, ngày 09/7/2020 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP để áp dụng ngay trong năm 2020, nhằm nâng cao tiêu chuẩn, điều kiện phát hành; hạn chế nhà đầu tư cá nhân mua trái phiếu DN riêng lẻ, hạn chế việc DN phát hành trái phiếu không gắn với việc sử dụng vốn.

Đồng thời, để xử lý tận gốc những tồn tại trên thị trường trái phiếu DN, Quốc hội đã thông qua các luật mới nhằm quy định thống nhất về phát hành trái phiếu DN riêng lẻ tại Luật Chứng khoán (năm 2019) (đối với công ty đại chúng) và Luật Doanh nghiệp (năm 2020) (đối với công ty không phải là công ty đại chúng) theo hướng phân biệt giữa phát hành trái phiếu riêng lẻ với phát hành ra công chúng về đối tượng mua và giao dịch trái phiếu DN. Đối với trái phiếu DN phát hành riêng lẻ, chỉ được phép bán và giao dịch cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp; đối với trái phiếu DN phát hành ra công chúng được bán, giao dịch cho mọi đối tượng nhà đầu tư.

Triển khai Luật Chứng khoán (năm 2019) và Luật Doanh nghiệp (năm 2020), Chính phủ đã ban hành 3 nghị định quy định về chào bán và giao dịch trái phiếu DN riêng lẻ, chào bán trái phiếu DN phát hành ra công chúng và Nghị định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán để tạo ra khung pháp lý thống nhất về trái phiếu DN bao gồm: Nghị định số 153/2020/NĐ-CP, ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định về chào bán và giao dịch trái phiếu DN riêng lẻ, chào bán trái phiếu DN ra thị trường quốc tế; Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, ngày 31/12/2020 của Chính phủ hướng dẫn chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán (trong đó có quy định về phát hành trái phiếu DN ra công chúng) và Nghị định số 156/2020/NĐ-CP, ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán. Theo đó, khung pháp lý mới về phát hành trái phiếu DN đã được hoàn thiện, tăng cường tính công khai, minh bạch trong quá trình huy động vốn trái phiếu của DN và tạo điều kiện cho các DN huy động vốn trái phiếu.

Căn cứ quy định tại Nghị định số 153/2020/NĐ-CP, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 122/2020/TT-BTC, ngày 31/12/2020 hướng dẫn chế độ công bố thông

¹ThS., Khoa Tài chính kế toán 1, Học viện Công nghệ và Bưu chính viễn thông

tin, báo cáo đối với trái phiếu DN. Thông tư số 122/2020/TT-BTC đã quy định cụ thể nội dung, biểu mẫu, cách thức công bố thông tin, báo cáo của DN phát hành và các tổ chức cung cấp dịch vụ.

Như vậy, khung khổ pháp lý đối với việc phát hành trái phiếu DN riêng lẻ đã được ban hành đầy đủ, đồng bộ từ Luật Chứng khoán (năm 2019) và Luật Doanh nghiệp (năm 2020), Nghị định số 153/2020/NĐ-CP của Chính phủ và Thông tư số 122/2020/TT-BTC của Bộ Tài chính sẽ tăng cường tính công khai, minh bạch trong hoạt động phát hành trái phiếu DN của DN; nâng cao tính tự chịu trách nhiệm của nhà đầu tư mua trái phiếu và tăng cường quản lý giám sát đối với phát hành trái phiếu DN của cơ quan quản lý và thúc đẩy phát triển đồng bộ cả thị trường sơ cấp và thứ cấp trái phiếu DN.

Cùng với quy định về trái phiếu DN riêng lẻ nêu trên, các quy định mới về phát hành trái phiếu DN ra công chúng tại Luật Chứng khoán, Nghị định số 155/2020/NĐ-CP của Chính phủ sẽ hình thành bộ khung khổ pháp lý thống nhất để phát triển thị trường trái phiếu DN, góp phần phát triển thị trường vốn theo hướng công khai, minh bạch và an toàn, tạo điều kiện thuận lợi cho các DN huy động vốn, thực hiện mục tiêu cân bằng hơn với thị trường tín dụng ngân hàng nhằm phát triển đồng bộ các kênh cung ứng vốn cho nền kinh tế.

THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN

Những năm gần đây, thị trường trái phiếu có bước phát triển tích cực, khẳng định vai trò huy động vốn hiệu quả cho các chủ thể trong nền kinh tế. Riêng thị trường trái phiếu DN hiện đang có tốc độ tăng trưởng nhanh, từng bước trở thành kênh huy động vốn quan trọng của các DN và góp phần giảm áp lực huy động vốn cho kênh tín dụng ngân hàng. Cụ thể: Quy mô thị trường trái phiếu DN có sự tăng trưởng và phát triển nhanh, đến cuối năm 2017 đạt 6,29% GDP, cuối năm 2018 đạt 9,01% GDP, cuối năm 2019 đạt 10,38% GDP (tương đương khoảng 640.000 tỷ đồng, gấp 6 lần năm 2011, riêng trong năm 2019, các DN phát hành trên 315.000 tỷ đồng) (Thu Trang, 2020).

Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng của thị trường trái phiếu DN đạt bình quân 48%/năm trong giai đoạn 2017-2020. Trong năm 2020, khối lượng phát hành trái phiếu tại thị trường trong nước tăng 29% so với năm 2019, đạt khoảng 430.000 tỷ đồng; Trong đó: phát hành riêng lẻ chiếm 93,4% tổng khối lượng phát hành, tăng 30,4% so với năm 2019; phát hành ra công chúng tăng 33% so với năm 2019 (Bộ Tài chính, 2021).

Ở Việt Nam, trái phiếu DN phát hành chủ yếu là trái phiếu thông thường, không chuyển đổi, không kèm chứng quyền. Lãi suất phát hành của các DN hầu hết sử dụng lãi suất thả nổi bằng lãi suất tiền gửi một năm của một hoặc một số ngân hàng thương mại trong nước cộng với biên độ. Mức lãi suất phát hành bình quân trái phiếu DN trong nước tương đương với lãi suất cho vay trung và dài hạn phổ biến của các ngân hàng thương mại. Kỳ hạn phát hành đa dạng từ 1 năm đến trên 15 năm, mức

kỳ hạn phát hành bình quân trong những năm gần đây đạt khoảng 4 năm (Võ Lê Phương, 2020).

Trong khi đó, nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu DN ngày càng đa dạng, bên cạnh các công ty chứng khoán và tổ chức tín dụng (chiếm 63% khối lượng phát hành sơ cấp), tỷ lệ mua trái phiếu của các quỹ đầu tư, DN bảo hiểm, các nhà đầu tư khác ngày một tăng lên kể cả nhà đầu tư cá nhân. Các ngân hàng thương mại và công ty chứng khoán có thể mua, sau đó bán lại trái phiếu trên thị trường thứ cấp. Kỳ hạn phát hành bình quân trái phiếu DN năm 2019 đạt 4,1 năm, cho thấy các DN đã lựa chọn phát hành trái phiếu để huy động vốn trung, dài hạn (Thu Trang, 2020).

DN phát hành trái phiếu chủ yếu là các ngân hàng thương mại và các DN bất động sản, chứng khoán... (năm 2019, các ngân hàng thương mại là nhà phát hành lớn nhất, chiếm 35,4% tổng khối lượng phát hành) (Võ Lê Phương, 2020).

Tuy nhiên, bên cạnh những kết quả đạt được trên, sự phát triển của thị trường trái phiếu DN thời gian qua vẫn còn một số tồn tại, hạn chế sau:

(i) Quy mô của thị trường nhỏ, phát hành trái phiếu chưa trở thành kênh huy động vốn chủ yếu của DN. Mặc dù quy mô thị trường tăng trưởng liên tục qua các năm, nhưng hiện kênh trái phiếu DN vẫn có quy mô khá nhỏ bé so với các kênh huy động vốn khác. Nền kinh tế vẫn dựa nhiều vào tín dụng ngân hàng, tổng quy mô tín dụng cuối năm 2019 khoảng 8,2 triệu tỷ đồng, tương đương tới 138,4% GDP và gấp tới 12,3 lần quy mô thị trường trái phiếu DN (Nguyễn Hiền, 2020).

(ii) Thanh khoản của trái phiếu DN sau khi phát hành thấp, tính công khai minh bạch còn hạn chế. Đối với cơ chế báo cáo và công bố thông tin, theo quy định tại Nghị định số 163/2018/NĐ-CP, từ ngày 01/02/2019, DN phát hành trái phiếu DN phải công bố thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội để Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội tổng hợp, công bố thông tin về tình hình phát hành trái phiếu DN trên chuyên trang thông tin về trái phiếu DN và thực hiện báo cáo cho cơ quan quản lý. Tuy nhiên, thực tế triển khai, một số DN phát hành trái phiếu DN công bố thông tin chưa đúng thời hạn, nội dung công bố thông tin chưa chi tiết, đầy đủ; chuyên trang thông tin của Sở Giao dịch

chứng khoán Hà Nội chưa hoàn toàn phù hợp với tính chất phát hành riêng lẻ, một số thông tin phục vụ cho yêu cầu quản lý giám sát còn thiếu. Bên cạnh đó, chế độ báo cáo cũng cần phải hoàn thiện để đáp ứng yêu cầu quản lý.

(iii) Cơ sở hạ tầng thị trường còn thiếu một số các yếu tố như: tổ chức xếp hạng tín nhiệm chưa hoạt động và cung cấp dịch vụ, chưa có tổ chức định giá trái phiếu; chuyên trang thông tin về trái phiếu DN mới được hình thành và cần tiếp tục cải thiện trong thời gian tới.

(iv) Cơ sở nhà đầu tư còn mỏng, thiếu các nhà đầu tư dài hạn có tiềm lực tài chính mạnh... Đặc biệt, với đối tượng nhà đầu tư trái phiếu DN riêng lẻ, có hiện tượng "lách" quy định về phát hành ra công chúng thông qua việc phát hành riêng lẻ, sau đó phân phối rộng rãi trên thị trường thứ cấp. Sự gia tăng của nhà đầu tư cá nhân gồm cả nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ khi chưa tiếp cận đầy đủ thông tin về mục đích phát hành, tình hình tài chính, khả năng trả nợ, đồng thời lại thiếu khả năng phân tích, đánh giá là rủi ro cho các nhà đầu tư này. Trường hợp DN phát hành không thực hiện được các cam kết với nhà đầu tư thì phạm vi bị ảnh hưởng lớn, gây bất ổn cho thị trường tài chính và xã hội.

MỘT SỐ GIẢI PHÁP

Để đạt được mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu DN trở thành kênh huy động vốn trung, dài hạn cho các DN, phát triển ổn định, bền vững, cần lưu ý một số vấn đề sau:

Một là, tiếp tục hoàn thiện cơ chế chính sách về trái phiếu DN theo hướng

đổi mới, hoàn thiện để phù hợp với từng giai đoạn phát triển của thị trường.

Đồng thời, Bộ Tài chính cần tăng cường quản lý, giám sát việc phát hành, phân phối, cung cấp dịch vụ về trái phiếu DN; tăng cường quản lý giám sát liên thông trên thị trường tài chính với Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia. Bên cạnh đó, tăng cường thông tin, tuyên truyền để chủ động cung cấp thông tin chính thống về thị trường trái phiếu DN trong từng thời kỳ.

Hai là, Việt Nam cần quy định việc xếp hạng là bắt buộc hoặc tất cả trái phiếu phát hành ra công chúng cần phải xếp hạng, theo gương của các quốc gia trong khu vực. Xếp hạng chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng chi phí của việc phát hành trái phiếu và trong nhiều trường hợp, chi phí này đã được bù đắp thông qua các điều khoản tốt hơn. Xếp hạng không chỉ giúp xây dựng văn hóa tín nhiệm, mà còn là các công cụ điều tiết quan trọng để giám sát sự lành mạnh của thị trường.

Ba là, để tránh gia tăng tình trạng phát hành trái phiếu riêng lẻ (năm 2019, phát hành riêng lẻ chiếm 93,4% tổng trái phiếu phát hành), bất kỳ bước đi nào hướng tới việc xếp hạng bắt buộc trái phiếu phát hành ra công chúng cũng cần phải được kết hợp với hợp lý hóa hoạt động chào bán ra công chúng và thắt chặt các quy định về phát hành riêng lẻ.

Một cơ quan xếp hạng tín nhiệm được tổ chức tốt và có uy tín là một trong những mảnh ghép còn thiếu trong thị trường trái phiếu DN đang gia tăng nhanh chóng ở Việt Nam. Các quan hệ đối tác với các tổ chức xếp hạng toàn cầu sẽ mở ra tiềm năng của thị trường, nhưng các tổ chức xếp hạng toàn cầu muốn bảo đảm chắc chắn rằng nhu cầu xếp hạng là có thật.

Bốn là, nâng cao tính minh bạch của thị trường thông qua phát triển cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu DN, hoàn thiện và nâng cấp Chuyên trang thông tin về trái phiếu DN tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, nghiên cứu tổ chức thị trường giao dịch đối với trái phiếu DN phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Quốc hội (2019). *Luật Chứng khoán*, số 54/2019/QH14, ngày 26/11/2019
2. Bộ Tài chính (2021). *Báo cáo tại Hội thảo Phổ biến Nghị định 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu DN riêng lẻ trong nước và chào bán trái phiếu DN ra thị trường quốc tế*, do Bộ Tài chính và Ngân hàng Thế giới tổ chức ngày 26/01/2021, tại TP. Hồ Chí Minh
3. Nguyễn Hiền (2020). *Làm gì để thị trường trái phiếu DN phát triển bền vững?*, truy cập từ <https://haiquanonline.com.vn/lam-gi-de-thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-phat-trien-ben-vung-118950.html>
4. Võ Lê Phương (2020). *Tạo điều kiện cho DN huy động vốn qua thị trường trái phiếu*, truy cập từ <https://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/tao-dieu-kien-cho-doanh-nghiep-huy-dong-von-qua-thi-truong-trai-phieu-330841.html>
5. Thu Trang (2020). *Thị trường trái phiếu DN - kênh huy động vốn quan trọng của DN*, truy cập từ https://www.mof.gov.vn/webcenter/portal/Attc/r/m/cochechinh sach/cochechinh sach_chitie?dDocName=MOFUCM176980&dID=184824&_afrLoop=9839525104700921#%40%3FdID%3D184824%26_afrLoop%3D9839525104700921%26dDocName%3DMOFUCM176980%26_adf.ctrl-state%3D11p4zh9mk_29