

Khắc phục những bất cập trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Nguyễn Thị Ngọc Liên
Trần Thị Thanh Hương
Trường Đại học Kinh tế Nghệ An

Sau một thời gian phát triển nóng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam đã phát sinh các rủi ro tiềm ẩn, những vụ việc lùm xùm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp thời gian qua và chất lượng trái phiếu doanh nghiệp không đồng đều đã cho thấy việc cần làm là lành mạnh hóa thị trường trái phiếu doanh nghiệp, bởi có những lỗ hổng cần khắc phục triệt để. Đồng thời, để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) lành mạnh, minh bạch, ổn định, cần có các giải pháp đúng và trúng để đáp ứng các mục tiêu thúc đẩy thị trường vốn hiệu quả và bền vững, đóng góp cho sự phát triển của cộng đồng doanh nghiệp, tăng trưởng của nền kinh tế.

1. Khái quát về trái phiếu doanh nghiệp

Theo khoản 1 Điều 4 Nghị định 163/2018/NĐ-CP, trái phiếu doanh nghiệp là loại chứng khoán có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do doanh nghiệp phát hành, xác nhận nghĩa vụ trả nợ gốc, lãi và các nghĩa vụ khác (nếu có) của doanh nghiệp đối với nhà đầu tư sở hữu trái phiếu.

Trong đó, doanh nghiệp phát hành trái phiếu là công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn được thành lập và hoạt động theo pháp luật Việt Nam (căn cứ khoản 1 Điều 2 Nghị định 163).

Về đối tượng được mua trái phiếu, Điều 8 Nghị định này cho phép cả các tổ chức, cá nhân Việt Nam và tổ chức, cá nhân nước ngoài đều được tham gia mua trái phiếu để đầu tư. Đồng thời, khi tham gia đầu tư trái phiếu, nhà đầu tư phải tự đánh giá mức độ rủi ro, hạn chế về giao dịch trái phiếu được đầu tư và tự chịu trách nhiệm về quyết định đầu tư của mình.

2. Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam thời gian qua

2.1. Trái phiếu doanh nghiệp – kênh huy động vốn quan trọng của các doanh nghiệp ở Việt Nam

Trong thời gian vừa qua, đặc biệt từ 2018 đến nay, sự phát triển của thị trường TPDN đã đạt được nhiều kết quả tích cực so với quá trình phát triển trước đây và so với tốc độ phát triển trong khu vực. Việc hình thành nền tảng TPCP là nền móng và tiêu chuẩn để phát triển TPDN trong khoảng 5 năm gần đây. Đồng thời quá trình phát triển tích lũy của các doanh nghiệp Việt Nam về quy mô, năng lực quản trị điều hành và tính minh bạch giúp doanh nghiệp có

đủ điều kiện để có thể phát hành và tham gia vào thị trường TPDN một cách hiệu quả. Cùng với đó các cơ quan quản lý nhà nước cũng chủ động hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, cơ sở hạ tầng để giúp thị trường TPDN có thể phát triển được.

Từ năm 2018, quy mô phát hành TPDN thành công vượt qua quy mô phát hành thành công của TPCP. Cụ thể năm 2018 TPDN phát hành thành công đạt 224 nghìn tỷ đồng, trong khi đó TPCP phát hành khoảng 190 nghìn tỷ đồng. Năm 2019, TPDN phát hành thành công đạt 312 nghìn tỷ đồng, TPCP phát hành đạt gần 300 nghìn tỷ đồng. Năm 2020, tổng lượng TPDN phát hành thành công lên tới 436 nghìn tỷ đồng, TPCP khoảng hơn 330 nghìn tỷ đồng. Đặc biệt, kể từ 1/1/2021, khi nhiều quy định mới về phát hành trái phiếu doanh nghiệp bắt đầu triển khai và áp dụng thì năm 2021 là năm “bùng nổ” của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Ngoại trừ trái phiếu doanh nghiệp của khối ngân hàng (hầu như chỉ bán chéo cho nhau và không phát hành ra nhà đầu tư cá nhân) thì phần lớn trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường là trái phiếu của doanh nghiệp bất động sản. Tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành đạt 623.616 tỷ đồng, tăng 34,9% so với năm 2020; trong đó tài chính-ngân hàng là nhóm ngành dẫn đầu về giá trị phát hành năm 2021, chiếm 42% tổng giá trị phát hành; nhóm ngành bất động sản chiếm 34,8% tổng giá trị phát hành, tăng 36,2% so với năm 2020.

Như vậy, trong 4 năm trở lại đây, quy mô phát hành TPDN thành công so với lượng TPCP phát hành thành công đã cao hơn và ngày càng có chiều hướng tăng trưởng mạnh mẽ hơn. Điều đó cho thấy chúng ta đã khơi thông thêm được 1 kênh dẫn vốn giúp cho doanh nghiệp đa dạng hóa kênh huy động;

đáp ứng nhu cầu huy động vốn trung và dài hạn với chi phí vốn ổn định để tập trung vào các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng, đầu tư kinh doanh và tạo nền tảng cơ bản của nền kinh tế. Như chúng ta biết, có 3 nguồn huy động vốn là vốn tín dụng ngân hàng, vốn cổ phiếu và vốn trái phiếu. Vốn tín dụng ngân hàng ở các nước hay tập trung vào vốn lưu động và các dịch vụ ngân hàng thương mại. Việc cung ứng vốn trung và dài hạn qua kênh ngân hàng thương mại sẽ gây bất ổn cho hệ thống ngân hàng khi chủ yếu huy động vốn ngắn hạn mà cho vay trung và dài hạn.

Đối với kênh thị trường cổ phiếu, vốn đó có thể là vốn dài hạn nhưng lại liên quan đến vấn đề pha loãng quyền kiểm soát của chủ doanh nghiệp, làm việc quản trị doanh nghiệp trở nên phức tạp và khó khăn hơn. Kênh dẫn vốn TPDN giúp cho doanh nghiệp có kênh huy động vốn trung và dài hạn với lãi suất ổn định để có thể mạnh dạn đầu tư vào cơ sở hạ tầng, nhà máy xí nghiệp, hoạt động đầu tư kinh doanh dài hạn, giúp nền kinh tế phát triển. Đây là vai trò hết sức quan trọng của kênh dẫn vốn thị trường TPDN trong thời gian vừa qua.

Mặt khác, thị trường TPDN phát triển cũng có ý nghĩa chia sẻ cơ hội kinh doanh hiệu quả của các doanh nghiệp cho các nhà đầu tư (nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân), giúp phát triển nền tảng nhà đầu tư trong nước và nước ngoài đa dạng hơn.

2.2. Các rủi ro tiềm ẩn đối với nhà đầu tư

Trong số các TPDN phát hành riêng lẻ năm 2021, TPDN có tài sản đảm bảo chiếm 50,9%; trái phiếu không có tài sản đảm bảo chiếm 49,1% (trong đó trái phiếu do các tổ chức tín dụng và công ty chứng khoán phát hành chiếm 76%). Tài sản đảm bảo của trái phiếu chủ yếu là bất động sản, chứng khoán, chương trình, dự án.

Theo nhận định của các chuyên gia tài chính, mặc dù tỷ lệ trái phiếu có tài sản đảm bảo cao nhưng thực tế chất lượng tài sản đảm bảo chủ yếu là các dự án, tài sản hình thành trong tương lai hoặc cổ phiếu của doanh nghiệp. Giá trị của các tài sản này thường không định giá được chính xác hoặc có biến động mạnh theo diễn biến thị trường; theo đó, trường hợp thị trường bất động sản hoặc thị trường chứng khoán có biến động, giá trị tài sản đảm bảo có thể không đủ để thanh toán gốc, lãi trái phiếu. Bên cạnh đó, tài sản đảm bảo của trái phiếu có thể dùng để bảo đảm cho các khoản vay, khoản phát hành trái phiếu khác của doanh nghiệp do đó nhà đầu tư cần đánh giá kỹ các rủi ro này.

Đáng chú ý, đối với doanh nghiệp phát hành trên thị trường vẫn có trường hợp doanh nghiệp phát hành TPDN với khối lượng lớn trong khi vốn chủ sở

hữu nhỏ, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh lỗ qua các năm. Đặc biệt đối với nhóm bất động sản, trong số hơn 100 doanh nghiệp bất động sản phát hành TPDN riêng lẻ trong năm 2021 có 26 doanh nghiệp ghi nhận lỗ. Số liệu thống kê cho thấy nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp có xu hướng giảm mua trên thị trường sơ cấp TPDN riêng lẻ, tuy nhiên, trên thị trường thứ cấp, tỷ lệ nắm giữ của các nhà đầu tư cá nhân vẫn rất cao.

2.3. Điểm yếu của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Thứ nhất về rủi ro, khi xem xét để quyết định đầu tư vào một chứng khoán nợ nào đó, có thể dễ dàng nhận ra là TPDN có độ rủi ro lớn hơn nhiều. Mức độ rủi ro này phụ thuộc vào khả năng trả nợ của tổ chức phát hành. Trong khi nhà phát hành TPCP là Chính phủ, vốn được coi là gần như không vỡ nợ, thì doanh nghiệp vỡ nợ là chuyện không hiếm gặp.

Một trong những yếu tố quan trọng mà nhà đầu tư có thể qua đó đánh giá mức độ rủi ro là hạng tín nhiệm của tổ chức phát hành. Trong khi Chính phủ được các công ty xếp hạng tín nhiệm uy tín trên thế giới đánh giá (như S&P, Fitch Ratings), thì đa phần doanh nghiệp Việt Nam lại chưa có xếp hạng từ các tổ chức này. Việc nhà đầu tư e ngại khi mua TPDN phần nhiều do rủi ro tài chính của doanh nghiệp còn cao và đi kèm với nó là việc thiếu những đánh giá, xếp hạng về khả năng trả nợ của doanh nghiệp.

Thứ hai là tính thanh khoản trên thị trường thứ cấp. Thị trường chứng khoán nợ thứ cấp là nơi mua đi bán lại các loại chứng khoán nợ đã phát hành ra công chúng, mà chủ yếu là các trái phiếu. Sự sôi động của thị trường này là thước đo tính thanh khoản của loại chứng khoán đó. Một loại chứng khoán có thanh khoản cao, nghĩa là khả năng chuyển hóa thành tiền càng lớn, thì nhu cầu nắm giữ tài sản đó càng cao và ngược lại nó sẽ giúp thị trường sơ cấp phát triển và nhà phát hành có thể phát hành nhiều chứng khoán hơn.

Nếu thị trường thứ cấp TPCP liên tục sôi động, trung bình một ngày TPCP có khối lượng giao dịch vào khoảng 3.000-7.000 tỉ đồng, thì thị trường thứ cấp TPDN lại trầm lắng hơn rất nhiều. Hơn nữa, Việt Nam đang thiếu một tổ chức thống kê giao dịch trên thị trường thứ cấp của TPDN, do hầu như các doanh nghiệp đều phát hành riêng lẻ và không niêm yết trên các sở giao dịch. Hay nói cách khác, thị trường thứ cấp TPDN là thị trường phi tập trung, việc mua bán theo thỏa thuận giữa hai bên nên rất khó thống kê.

Hiện nay, có khoảng 90% TPDN phát hành riêng lẻ và chỉ có 10% niêm yết tại sở giao dịch khiến thông tin trên thị trường TPDN không có nhiều, ảnh hưởng tới độ minh bạch thông tin và làm tăng rủi ro

trong mắt giới đầu tư. Cũng vì có quá ít thông tin để nhà đầu tư phân tích và đánh giá rủi ro nên thanh khoản TPDN trên thị trường kém đi rất nhiều.

Yếu tố cuối cùng là cơ cấu nhà đầu tư trái phiếu. Hiện tại, nhà đầu tư trái phiếu ở Việt Nam chủ yếu là các định chế tài chính, điển hình là ngân hàng, 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.

3. Giải pháp phát triển bền vững thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Có thể thấy những lý do chính cản trở sự phát triển thị trường TPDN là: chưa có xếp hạng tín nhiệm; thiếu minh bạch thông tin và những tổ chức thu thập số liệu giao dịch TPDN; cơ cấu nhà đầu tư còn bó hẹp, chủ yếu là định chế tài chính với những giới hạn về tỷ lệ nắm giữ TPDN.

Vì vậy, giải pháp căn cơ lâu dài là cần phát triển cơ sở hạ tầng của thị trường TPDN, bao gồm thành lập tổ chức thu thập thông tin doanh nghiệp, thống kê kê giao dịch TPDN hàng ngày để minh bạch hóa thị trường.

Ngoài ra, cần có 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, cần 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 doanh nghiệp.

Cuối cùng là đa dạng hóa cơ cấu nhà đầu tư TPDN. Nếu những giải pháp trên thực hiện được thì có lẽ 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. Thực tế - nhà đầu tư trái phiếu chính - các định chế tài chính - là điểm sáng lớn 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.

Doanh nghiệp cần chủ động phối hợp với các định chế tài chính, đặc biệt là 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 ngân hàng sang các nhà đầu tư nhỏ lẻ khác, giảm thiểu rủi ro tập trung tín dụng trong hệ thống trung gian tài chính.

4. Kết luận

Từ tháng 9 năm 2021 đến nay, thủ tướng chính phủ đã có 4 công điện chỉ đạo về việc tăng cường quản lý, giám sát, thanh tra, kiểm tra thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Để triển khai chỉ đạo của Chính phủ, mới đây, bộ trưởng Bộ tài chính đã ký ban hành chỉ thị số 01 về việc tăng cường kiểm tra, giám sát và chấn chỉnh hoạt động phát hành, đầu tư, cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, phát hành riêng lẻ. Đồng thời, nhiều ý kiến cho rằng, xiết lại kỷ cương trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp là điều cần làm để tạo niềm tin cho nhà đầu tư, và là cơ sở để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển trong thời gian tới./.

Tài liệu tham khảo

Nghị định 163/2018/NĐ - CP

Tiêu điểm kinh tế “Nhận diện bất cập thị trường trái phiếu doanh nghiệp”

<https://dangcongsan.vn/kinh-te/thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-van-tiem-an-rui-ro-598819.html>

<https://chuyendongthitruong.vn/index.php/kh-ac-phuc-bat-cap-de-thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-phat-trien-ben-vung-147154.html>

<https://vietnambiz.vn/thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-con-nhieu-bat-cap-20191018101031715.htm>