

# ĐỔI MỚI CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH, THÚC ĐẨY THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG

● PHAN NGỌC TẤN

## TÓM TẮT:

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) là một bộ phận của thị trường tài chính, là nội dung quan trọng trong quản lý, điều hành chính sách tài chính quốc gia. Trước yêu cầu tiếp tục mở cửa thị trường tài chính, hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, xu hướng phát triển thị trường TPDN ở Việt Nam hiện nay cũng như những năm tới, đòi hỏi chính sách tài chính quốc gia cần tiếp tục được đổi mới hơn nữa và phối hợp đồng bộ hơn nữa với chính sách tiền tệ quốc gia. Bài viết tập trung phân tích các nội dung về thực trạng phát triển của thị trường TPDN Việt Nam và đề xuất khuyến nghị đổi mới chính sách tài chính, thúc đẩy thị trường TPDN phát triển bền vững.

**Từ khóa:** đổi mới, chính sách tài chính, trái phiếu doanh nghiệp, phát triển bền vững.

## 1. Đặt vấn đề

Một trong những đổi mới quan trọng của chính sách tài chính tác động trực tiếp đến cơ cấu lại thị trường tài chính thời gian gần đây, đó là Bộ Tài chính tham mưu, trình Chính phủ sửa đổi, bổ sung, hoàn thiện chính sách phát hành TPDN. Trong thời gian qua, thị trường TPDN của Việt Nam phát triển khá mạnh, làm giảm áp lực vốn cho vay trung dài hạn lên kênh tín dụng ngân hàng thương mại (NHTM). Sau khi quy định mới về phát hành TPDN có hiệu lực thi hành từ đầu năm 2019, thị trường này tiếp tục phát triển mạnh hơn.

Đến tháng 7/2020, quy định về phát hành TPDN tiếp tục được sửa đổi, bổ sung. Tuy nhiên sự phát triển mạnh của thị trường TPDN cũng đang là một áp lực cạnh tranh trên thị trường vốn, thúc đẩy các

NHTM cần tiếp tục đổi mới mạnh mẽ hơn nữa hoạt động của mình, nhưng cũng cần thường xuyên được giám sát chặt chẽ, để đảm bảo tính phát triển bền vững của thị trường này. Nhìn chung, đây là diễn biến tích cực, phù hợp với xu hướng hội nhập thị trường tài chính quốc tế, góp phần thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam phát triển bền vững hơn nữa. Bên cạnh đó, để đảm bảo cho thị trường TPDN phát triển bền vững trong thời gian tới, cần có những giải pháp phù hợp.

## 2. Nội dung nghiên cứu

### 2.1. Không ngừng đổi mới và hoàn thiện chính sách phát triển thị trường TPDN

Để tạo cơ sở pháp lý đầu tiên cho sự ra đời và phát triển thị trường TPDN, thực hiện các cam kết của WTO về mở cửa thị trường tài chính, ngày

14/10/2011, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 90/2011/NĐ-CP quy định việc phát hành trái phiếu riêng lẻ trên phạm vi lãnh thổ Việt Nam và phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế của doanh nghiệp. Đối tượng điều chỉnh là các công ty cổ phần và công ty trách nhiệm hữu hạn. Theo quy định, việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, ngoài việc tuân thủ quy định của Nghị định này, phải thực hiện theo quy định của pháp luật chuyên ngành liên quan. Trường hợp quy định của pháp luật chuyên ngành khác với quy định tại Nghị định này, doanh nghiệp phát hành trái phiếu thực hiện theo quy định của pháp luật chuyên ngành.

Sau 7 năm thực hiện chính sách trên, thị trường TPDN đã có những bước phát triển quan trọng, để phù hợp với yêu cầu của thực tiễn, năm 2018, Bộ Tài chính đã tham mưu cho Chính phủ ban hành Nghị định 163/2018/NĐ-CP, quy định phát hành TPDN có hiệu lực từ ngày 1/2/2019, thay thế cho Nghị định 90/2011/NĐ-CP, có nhiều điểm mới, phù hợp thực tiễn.

Nghị định 163 được ban hành là một trong các yếu tố để phát triển thị trường TPDN, tạo điều kiện thuận lợi cho cả doanh nghiệp phát hành TPDN và các đối tượng có nhu cầu mua TPDN, đồng thời nâng cao tính công khai, minh bạch trong quá trình huy động vốn trái phiếu. Qua đó, giải quyết được khó khăn, vướng mắc của doanh nghiệp trong việc phát hành TPDN riêng lẻ, góp phần hỗ trợ doanh nghiệp huy động vốn để phát triển sản xuất - kinh doanh, giảm lệ thuộc vào kênh tín dụng ngân hàng. Nghị định cho phép doanh nghiệp phát hành trái phiếu để thực hiện các chương trình, dự án đầu tư, để tăng quy mô vốn hoạt động hoặc để cơ cấu lại các khoản nợ của chính doanh nghiệp. Nghị định cũng quy định loại hình "TPDN xanh" để đầu tư cho các dự án bảo vệ môi trường.

Tiếp theo đó, đến tháng 7/2020, Bộ Tài chính tiếp tục tham mưu, trình Chính phủ ban hành Nghị định số 81/2020/NĐ-CP, ngày 9/7/2020, sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP, quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, ngày 14/8/2020, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 77/2020/TT-BTC, hướng dẫn một số nội dung của Nghị định số 81/2020/NĐ-CP ngày 9/7/2020 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4/12/2018 của Chính phủ quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Thông tư này có hiệu lực thi hành từ ngày 28/9/2020. Một trong số các nội dung quan trọng của quy định mới này, đó là các doanh nghiệp phát hành trái phiếu thực hiện chế độ công bố thông tin của doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Các doanh nghiệp phải công bố thông tin minh bạch, cụ thể, bị ràng buộc trách nhiệm công bố thông tin doanh nghiệp, hạn chế rủi ro cho các nhà đầu tư, đảm bảo sự phát triển an toàn, bền vững của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

## **2.2. Những đổi mới cơ bản về chính sách phát triển thị trường TPDN trong 3 năm gần đây**

### **2.2.1. Nơi lồng điều kiện phát hành và phải lưu ký trái phiếu**

Một trong những thay đổi quan trọng nhất của Nghị định 163 là việc các doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu được lồng điều kiện, như loại bỏ yêu cầu doanh nghiệp phải có lãi năm liền trước khi phát hành trong nước hay có lãi 3 năm gần nhất nếu phát hành trái phiếu quốc tế như quy định trước đây của Nghị định 90/2011. Bên cạnh đó, Nghị định 163 cũng quy định cụ thể về điều kiện để doanh nghiệp phát hành trái phiếu thành nhiều đợt, cho phép doanh nghiệp phát hành trái phiếu để huy động vốn làm nhiều đợt phù hợp với tiến độ thực hiện dự án đầu tư, phù hợp với yêu cầu sử dụng vốn của doanh nghiệp, tạo điều kiện cho doanh nghiệp sử dụng vốn có hiệu quả hơn, thay cho phát hành 1 đợt, vốn huy động được chưa sử dụng gửi không kỳ hạn tại NHTM, trong khi đó vẫn phải trả lãi cao theo lãi trái phiếu.

### **2.2.2. Minh bạch thông tin về tổ chức phát hành trái phiếu và cung cấp thông tin trên thị trường trái phiếu**

Tại Nghị định 163, các quy định liên quan đến hồ sơ phát hành trái phiếu đã được bổ sung, hoàn thiện theo hướng rõ ràng, tạo điều kiện thuận tiện hơn cho các doanh nghiệp trong triển khai thực

hiện. Nghị định 163 cũng quy định cụ thể về trách nhiệm và nội dung công bố thông tin của doanh nghiệp phát hành cho nhà đầu tư và Sở Giao dịch Chứng khoán. So với kênh huy động trái phiếu, các doanh nghiệp ưa thích huy động vốn qua kênh tín dụng ngân hàng do điều kiện dễ dàng hơn, doanh nghiệp N không phải công bố công khai thông tin. Do vậy, để phát triển thị trường TPDN theo hướng cân bằng với thị trường tín dụng ngân hàng, nhằm dịch chuyển kênh huy động vốn tín dụng ngân hàng sang kênh phát hành trái phiếu, bên cạnh việc hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và thực hiện các giải pháp để phát triển thị trường TPDN, còn phải thực hiện các giải pháp của thị trường tín dụng ngân hàng, như: yêu cầu các tổ chức tín dụng chỉ sử dụng nguồn vốn huy động trung, dài hạn để cho vay trung, dài hạn; yêu cầu các tổ chức tín dụng tuân thủ giới hạn cho vay đối với 1 khách hàng (không vượt quá 15%).

*2.2.3. Những đổi mới chính sách phát hành TPDN từ tháng 9/2020 đảm bảo chặt chẽ và minh bạch hơn*

Nghị định số 81/2020/NĐ-CP, ngày 9/7/2020, có sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP. Trong đó, Nghị định mới bổ sung Điều 3: "Các hành vi vi phạm về phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ của các tổ chức, cá nhân có liên quan bị xử phạt theo quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán, thị trường chứng khoán và quy định của pháp luật có liên quan".

Theo quy định mới tại Thông tư số 77/2020/TT-BTC, công bố thông tin của doanh nghiệp phát hành trái phiếu phải được thực hiện trước đợt phát hành trái phiếu. Doanh nghiệp phát hành trái phiếu tại thị trường trong nước phải thực hiện công bố thông tin trước đợt phát hành cho các nhà đầu tư đăng ký mua trái phiếu và gửi nội dung công bố thông tin đến Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội theo quy định tại Điều 1 Nghị định số 81/2020/NĐ-CP. Bản công bố thông tin trước đợt phát hành trái phiếu phải được người đại diện theo pháp luật của doanh nghiệp hoặc người được ủy quyền công bố thông tin của doanh nghiệp ký và đóng dấu của doanh nghiệp phát hành. Doanh nghiệp phát hành trái

phiếu ra thị trường quốc tế gửi nội dung công bố thông tin đến Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội theo quy định tại Điều 27 Nghị định số 163/2018/NĐ-CP.

### **2.3. Thực trạng phát triển của thị trường TPDN Việt Nam trong 3 năm gần đây**

#### *2.3.1. Sự phát triển năm 2018*

Tính đến hết năm 2018, quy mô huy động vốn qua thị trường TPDN đạt 8,57% GDP. Con số này vượt qua mục tiêu năm 2020 là 7% GDP và con số mục tiêu cho năm 2030 là 20% GDP, tại Quyết định số 1191/2017/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, phê duyệt Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2017-2020, tầm nhìn đến năm 2030. Sự tăng trưởng đó cũng góp phần thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển.

Dư nợ thị trường TPDN tại thời điểm cuối năm 2018 là 474.500 tỷ đồng, bằng 8,6% GDP năm 2018 và tăng 53% so với dư nợ thị trường TPDN tại thời điểm cuối năm 2017. Lãi suất, TPDN trong năm 2018 ở mức 10%/năm, thấp hơn so với mức trung bình 10,3%/năm trong năm 2017.

#### *2.3.2. Sự phát triển năm 2019*

Trong năm 2019, có 211 doanh nghiệp chào bán tổng cộng 300.588 tỷ đồng trái phiếu. Tổng số trái phiếu phát hành cả năm là 280.141 tỷ đồng, tương đương 93,2% giá trị chào bán và tăng 25% so với năm 2018. Lượng phát hành lớn trong năm 2019 cũng khiến quy mô thị trường TPDN tăng từ 8,6% GDP (2018) lên khoảng 11,3% GDP (2019), tổng lượng trái phiếu lưu hành đạt gần 670.000 tỷ đồng. Lãi suất phát hành TPDN bất động sản và cơ sở hạ tầng cao nhất, lên tới 10,5% - 11%/năm, lĩnh vực ngân hàng và định chế tài chính từ 6,8% đến 7,2%/năm.

#### *2.3.3. Thị trường TPDN năm 2020*

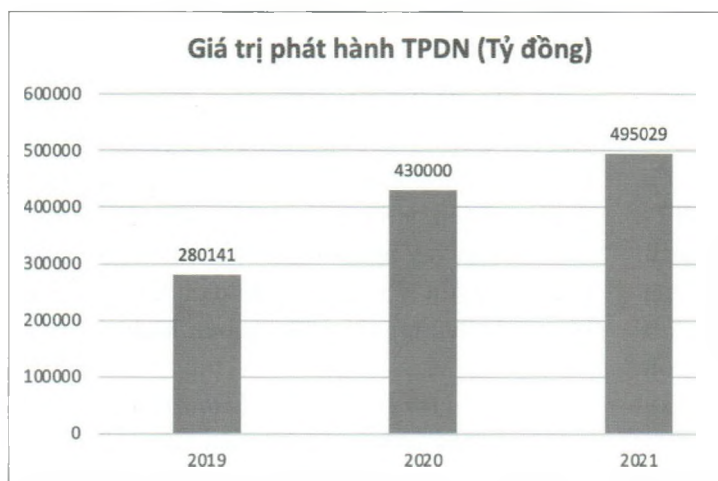
Trong năm 2020, khối lượng phát hành TPDN tại thị trường trong nước tăng 29% so với năm 2019, đạt khoảng trên 430.000 tỷ đồng, trong đó: phát hành riêng lẻ chiếm 93,4% tổng khối lượng phát hành, tăng 30,4% so với năm 2019; phát hành ra công chúng tăng 33% so với năm 2019.

Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2020 bình quân khoảng 9,2%/năm, cao hơn lãi suất cho vay trung dài hạn bình quân của các

NHTM; trong đó lãi suất riêng của khối doanh nghiệp bất động sản trong năm 2020 ở mức cao nhất bình quân khoảng 10,15% nhưng không quá dao động so với 2019. Mặc dù lãi suất vay trên thị trường do dịch COVID-19 đã có mức điều chỉnh đáng kể, song thực tế chỉ dành cho những người vay vẫn đảm bảo luân chuyển dòng tiền, có tài sản lớn thế chấp và các lĩnh vực ưu tiên. Theo đó, mức lãi suất trái phiếu huy động của khối bất động sản cao nhất 12,50%, và bình quân ở khoảng hơn 10%; riêng quý I/2020, lãi suất phát hành trái phiếu bình quân của khối này khoảng 10,42%, thấp hơn so với quý I/2020 (10,77%). Trên bình diện trực quan, thấy lãi suất trái phiếu khối doanh nghiệp bất động sản không xuất hiện các trường hợp phát hành trị giá lớn với mức lãi suất cao ngắt ngưỡng 14-15% như ở năm 2019.

2.3.4. Thị trường TPDN năm 2021 (Hình 1)

Hình 1: Giá trị phát hành TPDN (Tỷ đồng)



Trong năm 2021, tổng giá trị phát hành TPDN là 495.029 tỷ đồng, tăng 23,6% cùng kỳ năm 2020, trong đó phát hành riêng lẻ đạt 467.583 tỷ đồng, phát hành ra công chúng đạt 27.436 tỷ đồng. Tỷ trọng TPDN phát hành riêng lẻ trong năm 2021 có xu hướng giảm, trong khi khối lượng phát hành ra công chúng có xu hướng tăng cho thấy bước đầu đã có sự dịch chuyển từ phát hành riêng lẻ ra công chúng, góp phần tăng tính công khai, minh bạch, hạn chế rủi ro trên thị trường.

Trong năm 2021, các TCTD có khối lượng phát hành lớn nhất thị trường trái phiếu phát hành riêng lẻ, chiếm 37,9%, tăng 67% so với năm 2020. Các doanh nghiệp bất động sản phát hành chiếm 30,6%, tăng 10,6% so với cùng kỳ năm 2020, nhưng không còn là nhà phát hành lớn nhất trên thị trường.

Về kỳ hạn và lãi suất phát hành, kỳ hạn phát hành bình quân TPDN riêng lẻ năm 2021 là 3,87 năm, giảm 0,1 năm so với cùng kỳ năm 2020. Lãi suất phát hành bình quân TPDN riêng lẻ là 8,02%/năm, giảm 1,38%/năm so với cùng kỳ năm 2020. Trong đó, lãi suất phát hành bình quân của các TCTD là 4,5%/năm, giảm 1,92%/năm so với cùng kỳ năm 2020; lãi suất phát hành bình quân của các doanh nghiệp bất động sản là 10,51%/năm, giảm 0,26%/năm so với cùng kỳ năm 2020.

Về cơ cấu nhà đầu tư, nhà đầu tư chính mua TPDN riêng lẻ trên thị trường sơ cấp là công ty chứng khoán (chiếm 38,3% khối lượng phát hành), tiếp đến là các NHTM (chiếm 34,4%). Tỷ trọng nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp mua sơ cấp TPDN riêng lẻ chiếm 5,4% khối lượng phát hành, giảm so với năm 2020 (12,7%). Tuy nhiên, TPDN là sản phẩm được giao dịch trên thị trường nên cơ cấu nhà đầu tư sẽ thay đổi trên thị trường thứ cấp.

2.4. Một số nhận xét và đánh giá

2.4.1. Nhận xét tổng quan

Nhìn nhận khách quan có thể thấy những điểm hết sức tích cực trong khoảng thời gian 10 năm qua kể từ khi thực hiện Nghị định số 90/2011/NĐ-CP nói chung cũng như các năm 2018 - 2021 nói riêng, khi thị trường TPDN phát triển mạnh. Đây là kết quả của quá trình không ngừng đổi mới chính sách tài chính quốc gia về riêng lĩnh vực thị trường trái phiếu. Cụ thể:

Trước tiên, đó là việc các doanh nghiệp chủ động huy động vốn trên thị trường tài chính cho mình khi doanh nghiệp thực sự có uy tín, làm ăn có hiệu quả, có khả năng thanh toán được trái phiếu khi đến hạn, minh bạch thông tin báo cáo tài chính và phương án phát hành, sử dụng trái phiếu

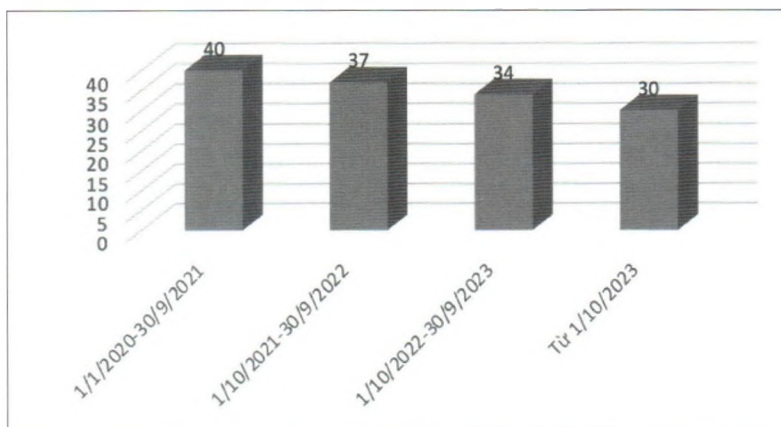
doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng của thị trường TPDN đạt bình quân 48%/năm trong giai đoạn 2017-2020 là đáng mừng, thêm một kênh cạnh tranh với hoạt động tín dụng trung dài hạn của các NHTM, buộc các NHTM phải đổi mới hơn nữa hoạt động cho vay của mình. Đây cũng là xu hướng tất yếu, phù hợp với thông lệ quốc tế trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam đang hội nhập sâu rộng, có độ mở ngày càng lớn với cộng đồng kinh tế toàn cầu, đang thực hiện 17 Hiệp định thương mại song phương và đa phương.

Thứ hai, đó là thị trường TPDN phát triển làm giảm gánh nặng rủi ro tín dụng lên hệ thống ngân hàng. Bởi vì bản chất ngân hàng chỉ huy động cho vay vốn ngắn hạn là chính; cơ cấu vốn huy động kỳ hạn từ dưới 12 tháng chiếm tới 80%, còn lại không quá 36 tháng. NHNN đã phải ban hành quy định tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung dài hạn của các NHTM. Cụ thể, gần đây nhất, đó là Thông tư 08/2020/TTNHNN sửa đổi, bổ sung một số Điều của Thông tư số 22/2019/TT-NHNN về quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Theo đó, NHNN quyết định lùi thời hạn áp dụng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung dài hạn thêm 1 năm so với lộ trình đã đưa ra trước đó. Cụ thể, từ ngày 01/01/2020 đến hết ngày 30/9/2021, tỷ lệ này là 40%; từ ngày 01/10/2021 đến hết ngày 30/9/2022: 37%; từ ngày 01/10/2022 đến hết ngày 30/9/2023: 34%; từ ngày 01/10/2023: 30%.

Gánh nặng vốn trung dài hạn đối với nền kinh tế nếu cứ tiếp tục tạo áp lực cho các NHTM sẽ rất khó thoát ra khỏi rủi ro lệch pha kỳ hạn giữa nguồn vốn ngắn hạn nhưng lại đem cho vay trung và dài hạn, ngân hàng sẽ luôn phải cảnh giác về thanh khoản. Đây cũng là một minh chứng cho sự phối hợp đồng bộ, hiệu quả giữa chính sách tài chính và chính sách tiền tệ, ở cả góc độ quy mô

phát hành trái phiếu, lãi suất phát hành trái phiếu. Bên cạnh đó, một số liên hệ với thị trường này, đó là trái phiếu chính phủ với việc đầu tư chủ yếu là các NHTM góp phần tạo công cụ giao dịch trên thị trường mở của NHNN, điều hành có hiệu quả hơn chính sách tiền tệ quốc gia do NHNN chủ trì. (Hình 2)

**Hình 2: Tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung dài hạn (%)**



Thứ ba, đó là tạo lập đầy đủ tư duy và cách tiếp cận cởi mở hơn với thị trường TPDN. Trên cơ sở đó góp phần đổi mới tư duy quản trị điều hành doanh nghiệp, với tư duy truyền thống là cứ thiếu vốn lại đến vay ngân hàng trước tiên, một tư duy ngược nguyên lý thị trường đã dẫn đến việc phân bổ nguồn lực tài chính trong nền kinh tế không hiệu quả.

**2.4.2. Vai trò của Bộ Tài chính trong điều hành chính sách tài chính và cảnh báo rủi ro thị trường TPDN**

Thứ nhất, Bộ Tài chính chủ động, linh hoạt tham mưu trình Chính phủ ban hành, trình sửa đổi bổ sung, hoàn thiện chính sách phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, quy định pháp luật phù hợp với yêu cầu của thực tiễn, thông lệ quốc tế và mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ. Bộ Tài chính không bảo thủ hay chuyển động chậm so với yêu cầu của thực tiễn, cần quan sát, theo dõi, lắng nghe dư luận và cộng đồng doanh nghiệp, trên cơ sở đó trình Chính phủ ban hành mới, hay sửa đổi bổ sung những điểm mới cho phù hợp.

Thứ hai, cùng với quy định về TPDN riêng lẻ nêu trên, các quy định mới về phát hành TPDN ra công chúng tại Luật Chứng khoán, Nghị định số 155/2020/NĐ-CP của Chính phủ sẽ hình thành bộ khung pháp lý thống nhất để phát triển thị trường TPDN, góp phần phát triển thị trường vốn theo hướng công khai, minh bạch và an toàn, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp 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.

### 3. Kết luận và khuyến nghị

Xu hướng thị trường trái phiếu nói chung, thị trường TPDN nói riêng trong thời gian tới, đầu tư vào trái phiếu sẽ tiếp tục tăng trưởng là xu hướng tất yếu trong quá trình hội nhập thị trường tài chính khu vực và quốc tế, 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 hình thành trên cơ sở Nghị định 163, Nghị định số 81/2020/NĐ-CP, Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp, Luật Các tổ chức tín dụng và nhu cầu vốn ngày càng tăng của cộng đồng doanh nghiệp, trong đó có doanh nghiệp bất động sản, doanh nghiệp tham gia các hoạt động M&A chắc chắn thị trường phát hành trái phiếu sẽ tăng trưởng mạnh trong những năm sắp tới. Tuy nhiên, cần có những biện pháp đảm bảo sự phát triển bền vững của thị trường TPDN, giảm thiểu những rủi ro có thể xảy ra. Tác giả bài viết xin đưa ra một số khuyến nghị:

*Một là*, có 2 thay đổi quan trọng nhất trong dự thảo Luật Chứng khoán hiện hành là yêu cầu xếp hạng tín nhiệm đối với các doanh nghiệp 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.

Theo kế hoạch thực hiện Chiến lược tài chính đến năm 2020, được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Quyết định số 450/QĐ-TTg, ngày 18/4/2012 thì đến năm 2020, Việt Nam sẽ có khoảng 5 công ty xếp hạng tín nhiệm ra đời, nhưng đến nay mới có 1 công ty được cấp phép, nhưng doanh nghiệp này đến nay chưa cung cấp dịch vụ

nào ra thị trường. Đối với hoạt động xếp hạng tín nhiệm, khung pháp lý tại Việt Nam thực tế đã được ban hành từ năm 2014 tại Nghị định 88. Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế cũng cần xuất hiện ở Việt Nam, bởi vì tới đây, thị trường TPDN của Việt Nam sẽ có nhu cầu với các dịch vụ do các tổ chức này cung cấp. Việc so sánh mức độ rủi ro cần dựa trên hệ số tín nhiệm (credit rating) của các tổ chức. Hiện nay, Việt Nam vẫn chưa có tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Khi quyết định mua trái phiếu các nhà đầu tư sẽ phải tìm hiểu mức độ rủi ro của doanh nghiệp, so sánh với mức độ rủi ro của ngân hàng đang gửi tiền.

Được biết Bộ Tài chính đang thiết lập nhu cầu đối với dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và sẽ tiếp tục làm việc với các tổ chức xếp hạng quốc tế. Theo dự kiến, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm chỉ cần thành lập pháp nhân tại Việt Nam, không có hạn chế đối với việc thành lập văn phòng đại diện. Việc thiếu xếp hạng tín nhiệm đang kìm chân sự phát triển của thị trường TPDN. Vì vậy, cơ quan chức năng của Việt Nam cần xúc tiến, đẩy nhanh hoạt động xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp, 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 doanh nghiệp.

Dự thảo Luật Chứng khoán sửa đổi xác định rõ ràng ngưỡng nào mà một nhà đầu tư đủ điều kiện tham gia mua trong đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ. Nghị định 163 hiện vẫn cho phép nhà đầu tư không chuyên nghiệp được mua trái phiếu riêng lẻ dù đã thắt chặt điều kiện hơn trước và cần sửa đổi theo khi Luật chứng khoán sửa đổi được Quốc hội thông qua. Trong khi đó, đối với phát hành trái phiếu ra công chúng, tất cả các nhà đầu tư đều có thể tham gia. Nhưng bù lại, kênh phát hành này sẽ yêu cầu tổ chức phát hành công bố thông tin khắt khe hơn.

*Hai là*, sau Nghị định 163, Nghị định số 81/2020/NĐ-CP, tới đây là Luật Chứng khoán sửa đổi, cũng tập trung vào mục tiêu tăng tính minh bạch và phân tách rõ ràng giữa hai hình thức phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng, sẽ tác động thúc đẩy thị trường TPDN phát triển. Có một số yếu tố sẽ tác động khá rõ nét lên thị trường trái phiếu như: Quy định giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho

vay trung dài hạn từ mức 40%; giảm xuống 30% từ ngày 1/10/2023. Quy định này khiến room tài trợ vốn dài hạn của các NHTM phải thu nhỏ lại. Thay vì đi vay ngân hàng, phát hành trái phiếu sẽ là một kênh thay thế mà các doanh nghiệp có thể lựa chọn. Đồng thời, việc các NHTM hạn chế cho vay bất động sản và đầu tư cổ phiếu, chứng khoán vì yêu cầu phòng ngừa rủi ro. Bởi vậy, các doanh nghiệp bất động sản, các doanh nghiệp có nhu cầu đầu tư cổ phiếu, mua doanh nghiệp hay đầu tư doanh nghiệp khác sẽ đẩy mạnh phát hành TPDN. Việc thị trường TPDN phát triển sẽ mang đến một cú hích mới cho thị trường chứng khoán Việt Nam vốn trước đây chỉ là sân chơi cho các nhà đầu tư cổ phiếu.

Ngoài ra, các NHTM tiếp tục tìm đến nguồn vốn dài hạn từ trái phiếu để nâng cao năng lực tài chính, đáp ứng chuẩn Basel II khi khả năng tăng vốn điều lệ còn gặp nhiều hạn chế.

Tuy nhiên, vấn đề cấp bách đặt ra hiện nay là hệ số vay nợ chung của doanh nghiệp Việt Nam trong nền kinh tế là 2,5 lần so vốn chủ sở hữu, trong khi thông lệ quốc tế chỉ khoảng 1,5-1,6 lần. Đây là hệ số rất đáng quan ngại khi lạm dụng quá mức đòn bẩy tài chính doanh nghiệp, làm cho khối nợ của doanh nghiệp ngày một phình to hơn. Thị trường phát hành TPDN đang tăng nóng cũng làm gia tăng nguy cơ rủi ro, rất khó lường đối với doanh nghiệp cũng như đối với nền kinh tế. Khi đánh giá rủi ro nói chung cần cái nhìn tổng thể đối với nền kinh tế và toàn thị trường, không cắt khúc từng thị trường để thấy vấn đề đang hết sức lo ngại. Nếu rủi ro vỡ nợ doanh nghiệp gia tăng thì hệ thống tài chính nói chung và ngân hàng nói riêng cũng không ngoài vòng xoáy đó. Vì vậy, trong điều hành chính sách tài chính, Bộ Tài chính, các bộ, ngành có liên quan cần dự báo sát và đánh giá đúng tình hình để chủ động có biện pháp phòng ngừa, hạn chế rủi ro đối với nền kinh tế.

*Ba là*, việc huy động TPDN loại lãi suất lên đến 10%-12%/năm sẽ là kênh cạnh tranh đối với các kênh khác, như: gửi tiết kiệm ngân hàng, đầu tư cổ phiếu hay mua bất động sản, mua vàng, dù là các kênh đầu tư khác nhau nhưng chúng lại là “các bình thông nhau”. Thời gian qua, nhiều ngân hàng cũng giảm mức lãi suất huy động. Nếu không kiểm soát tốt dễ dẫn đến cuộc đua về lãi suất trong nền kinh tế và rủi ro bong bóng tài chính sẽ gia tăng. Vấn đề quan trọng hơn là trong nền kinh tế thực rất khó có ngành nào có được mức lợi nhuận để chịu đựng mức lãi suất lên tới 10-12%/năm. Bài học về các vụ án huy động vượt trần lãi suất của các ngân hàng những năm 2011-2012 đến nay vẫn còn nguyên giá trị. Vì vậy, cần tăng cường phối hợp giữa điều hành chính sách tài chính và chính sách tiền tệ trong vấn đề lãi suất trái phiếu trong nền kinh tế.

Một vấn đề quan trọng khác, đó là cần thúc đẩy các giao dịch thứ cấp TPDN phát triển; cần 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 thật sự sôi động. Khi có một lượng nhà đầu tư đủ lớn cho TPDN, tính kiểm soát, yêu cầu minh bạch, yêu cầu thanh khoản sẽ tăng lên và tạo ra thị trường trái phiếu thực sự. Việc minh bạch về thông tin và giá cũng giúp các giao dịch dễ dàng hơn.

*Bốn là*, Bộ Tài chính cần tiếp tục theo dõi chặt chẽ diễn biến của thị trường TPDN, giám sát chặt chẽ các DN trong thực hiện các quy định mới về phát hành TPDN, phát hiện kịp thời, xử lý nghiêm minh những vi phạm; đồng thời, sửa đổi, bổ sung những quy định mới khi cần thiết. Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước tiếp tục phối hợp chặt chẽ trong giải trình, xử lý các khâu kỹ thuật có liên quan để đảm bảo hoàn thành việc tăng vốn cho các NHTM Nhà nước đã cổ phần hóa, giảm bớt quy mô phát hành trái phiếu NHTM để tăng vốn cấp II, bảo đảm tiêu chuẩn an toàn của Basel II ■

#### **TÀI LIỆU THAM KHẢO:**

1. Bộ Tài chính (2019-2021), các mục: tin tức, văn bản pháp luật, thông cáo báo chí, truy cập tại <http://www.mof.gov.vn>.

2. HNX (2019-2021), Số liệu về giao dịch thị trường hàng ngày tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội; truy cập tại: [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn).
3. SBV (2019-2021), Mục tin tức, văn bản quy phạm pháp luật; truy cập tại [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn).
4. Công ty CP Chứng khoán Sài Gòn - SSI (2019-2021), Báo cáo phân tích thị trường tài chính hàng tháng - các tháng trong các năm từ 2015 đến tháng 3/2021; file mềm gửi qua thư điện tử cho các Nhà đầu tư mở tài khoản tại SSI, Hà Nội.
5. Ủy ban Chứng khoán nhà nước - SSC (2019-2021), thông tin thị trường tài chính, các tháng trong năm 2020-2021, truy cập tại [www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn).

Ngày nhận bài: 15/01/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 25/01/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 15/2/2022

Thông tin tác giả:

ThS. PHAN NGỌC TẤN

Khoa Tài chính - Ngân hàng

Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

## REFORMING VIETNAM'S NATIONAL FINANCIAL POLICY TO PROMOTE THE SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF CORPORATE BOND MARKET

● Master. PHAN NGOC TAN  
Faculty of Finance - Banking  
Ho Chi Minh City Open University

### ABSTRACT:

The corporate bond market is a part of the financial market and it plays an important role in the management of national financial policy. Facing the requirement of continuing to open up the financial market, deepening international economic integration as well as the development trend of the corporate bond market in Vietnam now and in the coming years, it requires Vietnam to keep improving its national financial policies in accordance with national monetary policies. This paper analyzes the current development of Vietnam's corporate bond market and proposes some recommendations for reforming Vietnam's financial policies to promote sustainable development of the country's corporate bond market.

**Keywords:** innovation, financial policy, corporate bond, sustainable development.