

MỤC LỤC

Phần mở đầu

Trang

Chương 1: Cơ sở lý luận về thị trường trái phiếu doanh nghiệp

1.1. Tổng quan về trái phiếu	1
1.1.1 Khái niệm	1
1.1.2 Đặc điểm.....	1
1.2. Khái niệm trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) và thị trường TPDN	2
1.2.1 Trái phiếu doanh nghiệp.....	2
1.2.1.1. Khái niệm.....	2
1.2.1.2. Đặc điểm TPDN.....	2
1.2.1.3. Phân loại TPDN.....	2
1.2.1.4. Ưu điểm và nhược điểm của TPDN	3
1.2.2 Thị trường TPDN.....	6
1.2.2.1 Khái niệm	6
1.2.2.2 Đặc điểm, phân loại thị trường TPDN	6
1.2.2.3 Vai trò của thị trường TPDN.....	7
1.2.2.4 Các nhân tố ảnh hưởng đến thị trường TPDN.....	10
<i>Kết luận chương 1</i>	11

Chương 2: Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

2.1. Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam	12
2.1.1 Bối cảnh kinh tế.....	12
2.1.2 Thực trạng thị trường vốn Việt Nam	14
2.1.3 Mối liên hệ giữa thị trường TPDN với thị trường cổ phiếu và thị trường tín dụng ở Việt Nam hiện nay	17
2.2. Thực trạng hoạt động của thị trường TPDN ở Việt Nam trong thời gian qua	19
2.2.1. Hoạt động phát hành TPDN.....	19
2.2.2. Tình hình giao dịch TPDN trên thị trường.....	22
2.3. Những hạn chế và nguyên nhân của những hạn chế của thị trường TPDN ở Việt Nam:	23
2.3.1. Khung pháp lý chưa được xây dựng hoàn chỉnh.....	24

2.3.2. Cơ sở hạ tầng của thị trường trái phiếu còn kém phát triển.....	24
2.3.3. Chưa có đường cong lãi suất chuẩn.....	26
2.3.4. Nhận thức về chứng khoán của doanh nghiệp và nhà đầu tư còn hạn chế.....	27
<i>Kết luận chương 2</i>	28

Chương 3: Giải pháp phát triển hiệu quả thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

3.1. Triển vọng và thách thức của thị trường TPDN Việt Nam trong thời gian tới	29
3.1.1. Xu hướng phát triển của thị trường tài chính.....	29
3.1.2. Triển vọng phát triển thị trường TPDN ở Việt Nam - “Một kênh huy động vốn đầy hứa hẹn”.....	30
3.1.3. Những khó khăn thách thức cho thị trường TPDN ở Việt Nam trong quá trình phát triển.....	32
3.2. Một số đề xuất nhằm phát triển thị trường TPDN ở Việt Nam trong thời gian tới	33
3.2.1. Nhóm giải pháp trọng tâm.....	33
3.2.2. Nhóm giải pháp khác.....	41
3.2.2.1. Nhóm giải pháp thuộc về phía cơ quan nhà nước.....	41
3.2.3.2. Nhóm giải pháp về phía chủ thể phát hành trái phiếu.....	46
3.2.4.3. Về phía nhà đầu tư trái phiếu.....	49
<i>Kết luận chương 3</i>	50

Kết luận

Phụ lục 1A: Phân loại Trái phiếu DN

Phụ lục 1B: Điều kiện phát hành trái phiếu

Phụ lục 1C: Các phương thức phát hành trái phiếu

Phụ lục 1D: Một số kỹ thuật định giá trái phiếu đang được áp dụng hiện nay

Phụ lục 2A: Tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp (tính đến năm 2007)

Phụ lục 2B: Phân tích các phương thức phát hành TP tại các NHTM Việt Nam

Phụ lục 3A: Mô hình công ty Định mức tín nhiệm

Phụ lục 3B: Hệ thống đánh giá của Moody so sánh rủi ro tín dụng trên
toàn thế giới của Moody's

Phụ lục 3C: quy mô xếp hạng tín nhiệm

Tài liệu tham khảo

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

CP	: Cổ phiếu
DNNN	: Doanh nghiệp nhà nước
ĐMTN	: Định mức tín nhiệm
NH	: Ngân hàng
NHNN	: Ngân hàng nhà nước
NHTM	: Ngân hàng thương mại
NHTW	: Ngân hàng trung ương
TNHH	: Trách nhiệm hữu hạn
TP	: Trái phiếu
TPCP	: Trái phiếu chính phủ
TPDN	: Trái phiếu doanh nghiệp
TPĐP	: Trái phiếu địa phương
TTCK	: Thị trường chứng khoán
TTGDCK	: Trung tâm giao dịch chứng khoán
TTTT	: Thị trường trái phiếu
TTTTPDN	: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

DANH MỤC BẢNG, HÌNH VẼ

Bảng:

Bảng 2.1: Qui mô niêm yết TTCK Việt Nam (tính đến tháng 04 năm 2008)

Bảng 2.2. So sánh lãi suất TPCP và TPDN cùng kỳ hạn

Hình vẽ:

Hình 2.1: Biểu đồ GDP của Việt Nam qua các năm (từ năm 2000 - 2007)

Hình 2.2: Biểu đồ biểu diễn tốc độ tăng giá tiêu dùng từ năm 1996 đến năm 2007

Hình 2.3: Biểu đồ tổng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam từ năm 2000 - 2007

Hình 2.4: Biểu đồ tỷ trọng khối lượng và giá trị của TTCK Việt Nam

Hình 2.5: Biểu đồ giá trị giao dịch cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ

Hình 3.1: Mô hình góp vốn hình thành nên các tổ chức định mức tín nhiệm

Hình 3.2: Mô hình định mức tín nhiệm dự kiến

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Sự cần thiết của đề tài:

Trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, đặc biệt là sự kiện Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương Mại Thế giới (WTO). Để có thể hòa nhập cùng với xu thế hội nhập đó, các doanh nghiệp Việt Nam đã và đang chuẩn bị đầy đủ những điều kiện cần thiết như: Đầu tư đổi mới kỹ thuật công nghệ, nâng cao trình độ đội ngũ lao động, mở rộng phạm vi hoạt động... Ngoài ra, một điều kiện hết sức quan trọng, quyết định sự tồn tại của doanh nghiệp đó chính là vốn.

Theo cam kết WTO, nước ta đã mở cửa nhiều lĩnh vực, đặc biệt là lĩnh vực tài chính. Từ đó, đã tạo điều kiện thuận lợi cho nguồn vốn nước ngoài ồ ạt đổ vào Việt Nam. Hiện nay, quá trình cổ phần hóa đang diễn ra mạnh mẽ, số lượng các doanh nghiệp cổ phần ngày càng tăng, việc mua bán chứng khoán diễn ra sôi động, khiến các doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế quan tâm nhiều hơn đến việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Nhưng thực tế cho thấy các doanh nghiệp hầu như chỉ quan tâm đến phát hành cổ phiếu mà lãng quên hình thức phát hành trái phiếu cũng là một kênh huy động vốn trung dài hạn phục vụ cho nhu cầu đầu tư phát triển.

Tuy nhiên, trong thời gian vừa qua thị trường cổ phiếu có nhiều biến động, NHNN siết chặt tín dụng, các NHTM đua nhau tăng lãi suất cao kỷ lục, thêm vào đó là tình hình lạm phát tăng cao. Từ đó, khiến cho việc huy động vốn của doanh nghiệp qua hình thức phát hành cổ phiếu và vay ngân hàng gặp nhiều khó khăn. Như vậy, hình thức huy động qua kênh phát hành trái phiếu là thích hợp nhất hiện nay. Phát hành trái phiếu như một khoản vay có thời gian đáo hạn khá dài, rủi ro của doanh nghiệp được chia sẻ cho nhiều nhà đầu tư.

Mặt khác, kể từ sau khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 xảy ra ở châu Á, nhiều nghiên cứu đã đi sâu tìm hiểu nguyên nhân và rút ra bài học kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng là phải san sẻ bớt gánh nặng từ hệ thống ngân hàng sang cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Từ đó, đặt ra yêu cầu phải phát triển thị trường này đủ điều kiện để có thể thực hiện chức năng tài trợ vốn nợ cho các doanh nghiệp một cách hiệu quả.

Xu hướng của các nước có nền kinh tế phát triển trên thế giới, chủ yếu huy động vốn qua phát hành trái phiếu. Trong khi, phát hành trái phiếu đối với nhiều doanh nghiệp trên thế giới là phổ biến, ở Việt Nam thì chỉ có một số ít các công ty lớn phát hành trái phiếu như tập đoàn công nghiệp tàu thủy Việt Nam (Vinashin), Tổng Công ty Dầu Khí Việt Nam, tập đoàn Điện Lực Việt Nam (EVN), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV), Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) ... Song, với phần lớn các doanh nghiệp, nhất là doanh nghiệp vừa và nhỏ, phát hành trái phiếu vẫn còn là việc làm mới mẻ. Nguyên nhân do thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa phát triển, khung pháp lý chưa hoàn chỉnh, cơ sở hạ tầng của thị trường còn yếu kém, thiếu đường cong lãi suất chuẩn, đội ngũ lãnh đạo doanh nghiệp và nhà đầu tư còn non kém kiến thức về chứng khoán nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

Nhằm giúp thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển đúng với tiềm năng của nó, khuyến khích các doanh nghiệp đa dạng hóa hình thức huy động vốn trung dài hạn, tạo độ an toàn cho nền tài chính quốc gia, phù hợp với chủ trương của Chính phủ và xu hướng chung của nền kinh tế. để làm được điều đó đòi hỏi phải đầu tư thêm nhiều công sức nghiên cứu, tìm hiểu và đưa ra các giải pháp tốt hơn để phát triển thị trường này. Xuất phát từ những yêu cầu bức thiết như vậy, sinh viên thực hiện đã chọn nghiên cứu đề tài:

“Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam, tạo kênh huy động vốn hiệu quả”

2. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn:

Đề tài đóng góp về mặt thay đổi nhận thức trong công tác huy động vốn đầu tư phát triển của các doanh nghiệp ở Việt Nam, giúp các doanh nghiệp cởi mở và mạnh dạn hơn khi tham gia thị trường chứng khoán.

Ở góc độ vĩ mô, việc vận dụng các kết quả nghiên cứu của đề tài sẽ góp phần phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam. Ở góc độ vi mô, doanh nghiệp vận dụng những nghiên cứu của đề tài phục vụ công tác huy động vốn qua kênh phát hành trái phiếu, không những giúp doanh nghiệp tháo gỡ khó khăn về vốn đầu tư trung dài hạn, mà còn giúp doanh nghiệp có quan điểm đúng đắn hơn về lợi ích từ việc huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán, đó là một trong những việc cần làm trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế.

3. Mục đích nghiên cứu:

Vấn đề trọng tâm mà đề tài muốn giải quyết là trên cơ sở xem xét thực trạng, phân tích những mặt tồn tại, tìm hiểu nguyên nhân, những triển vọng và thách thức trong hiện tại để đưa ra các đề xuất phù hợp nhằm góp phần phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam. Thông qua đó, khuyến khích các doanh nghiệp nâng cao nhận thức, thay đổi quan điểm, xem phát hành trái phiếu là một công cụ huy động vốn nợ thay cho hình thức vay vốn ngân hàng, góp phần san sẻ gánh nặng rủi ro từ hệ thống ngân hàng sang cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp, tạo sự phát triển bền vững cho nền kinh tế đất nước.

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu:

Đối tượng nghiên cứu của đề tài tập trung các vấn đề liên quan đến thực trạng hoạt động của thị trường sơ cấp (thị trường phát hành) lẫn thị trường thứ cấp (thị trường giao dịch) trái phiếu doanh nghiệp và những giải pháp phát triển cả hai loại thị trường này.

Phạm vi nghiên cứu : hoạt động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam từ năm 2000 đến nay.

Về nội dung, đề tài tập trung nghiên cứu cơ sở pháp lý cho sự hình thành thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam, tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu trong thời gian qua. Cuối cùng, đề xuất một số giải pháp để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam trong thời gian tới.

5. Phương pháp nghiên cứu:

Bên cạnh việc vận dụng lý thuyết các môn học Tài chính doanh nghiệp, Đầu tư tài chính làm nền tảng lý luận, đề tài sử dụng phương pháp thu thập dữ liệu thông qua các kênh thông tin đại chúng, các tham luận; đề tài kế thừa có chọn lọc các tài liệu khoa học, luận án tiến sĩ, luận văn thạc sĩ; dùng phương pháp thống kê lịch sử và phương pháp tổng hợp để đánh giá tình hình hoạt động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian qua; vận dụng lý luận từ tình hình thực tế cơ sở đề xuất các giải pháp phù hợp, nhằm thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam vận động và phát triển.

6. Kết cấu đề tài: *được chia làm 3 chương*

Chương 1: Nội dung cơ bản về trái phiếu doanh nghiệp và thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Chương này đề cập những vấn đề lý luận về trái phiếu doanh

ngiệp và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói chung. Sự cần thiết của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Chương 2 : *Thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.* Trong chương này, đề tài nêu lên thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam trong thời gian qua, phân tích và đưa ra các nguyên nhân dẫn đến tình trạng kém phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.

Chương 3 : *Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.* Trên cơ sở nguyên nhân dẫn đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp kém phát triển cùng với triển vọng, thách thức trong bối cảnh hiện nay, đề tài đưa ra một số đề xuất phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.

CHƯƠNG 1:

CƠ SỞ LÝ LUẬN

VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

1.1. Tổng quan về trái phiếu:

1.1.1. Khái niệm:

Trái phiếu (TP) là chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận các quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu (Trái chủ) đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành, gồm Chính phủ, Chính quyền địa phương và DN.

1.1.2. Đặc điểm: Một TP thường có những đặc trưng sau:

Mệnh giá: Là giá trị danh nghĩa của TP được in ngay trên tờ phiếu, đại diện cho số vốn gốc được hoàn trả cho trái chủ tại thời điểm đáo hạn.

Ở VN, mệnh giá của TP được ấn định là 100.000 VNĐ và các mệnh giá khác là bội số của 100.000 VNĐ. Mệnh giá của TP được xác định phụ thuộc vào số tiền huy động trong kỳ và số TP phát hành.

Công thức tính: $\text{Mệnh giá TP} = \text{Số vốn huy động} / \text{Số TP phát hành}$

Tỷ suất sinh lời của TP: Là lãi suất danh nghĩa của TP quy định mức lãi mà nhà đầu tư hưởng hàng năm. Thông thường có 2 phương thức trả lãi: 6 tháng/lần và 1 năm/ lần.

Mỗi TP có ghi lãi suất của tổ chức phát hành cam kết sẽ thanh toán cho chủ sở hữu TP một số tiền lãi vào một ngày xác định và có thể theo định kỳ.

Lãi suất danh nghĩa được xác định bởi các điều kiện thị trường tại thời điểm chào bán TP.

$\text{Số tiền lãi nhà đầu tư nhận được hàng năm} = \text{Lãi suất coupon} \times \text{Mệnh giá}$

Các nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất TP:

+ Cung cầu vốn trên thị trường tín dụng. Lượng cung cầu vốn đó lại tùy thuộc vào chu kỳ kinh tế, động thái chính sách của NHNN, mức độ thâm hụt ngân sách của chính phủ và phương thức tài trợ thâm hụt đó.

+ Mức rủi ro của mỗi nhà phát hành và của từng đợt phát hành. Cấu trúc rủi ro của lãi suất sẽ quy định lãi suất của mỗi TP. Rủi ro càng lớn, lãi suất càng cao.

+ Thời gian đáo hạn của TP. Nếu các TP có mức rủi ro như nhau, nhìn chung thời gian đáo hạn càng dài thì lãi suất càng cao.

Giá mua: Giá mua TP là khoản tiền thực tế mà nhà đầu tư bỏ ra để có được quyền sở hữu TP. Giá mua có thể bằng, cao, hoặc thấp hơn mệnh giá. Tuy nhiên dù giá mua thế nào thì tiền lãi luôn được xác định theo mệnh giá. Và đến ngày đáo hạn, trái chủ sẽ được trả lại vốn gốc bằng với mệnh giá TP.

Thời hạn: Thời hạn của TP là số năm theo đó người phát hành hứa hẹn đáp ứng những điều kiện của nghĩa vụ. Kỳ hạn TP có ý nghĩa quan trọng vì lợi tức TP phụ thuộc vào thời hạn của nó.

Quyền mua lại: Đối với loại TP có điều khoản mua lại cho phép tổ chức phát hành TP thu hồi TP và hoàn lại vốn gốc với mức giá dự kiến trước thời hạn thanh toán. Tổ chức phát hành sử dụng quyền này để bảo vệ họ không phải trả lãi suất cao hơn đối với số tiền mà họ vay. Tổ chức phát hành thu hồi TP khi tỷ lệ lãi suất trên thị trường thấp hơn lãi suất của TP của tổ chức phát hành đã phát hành trước đó và có thể phát hành TP mới với tỷ lệ lãi suất thấp hơn.

1.2. Khái niệm trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) và TTTPDN:

1.2.1. Trái phiếu doanh nghiệp:

1.2.1.1. **Khái niệm:** TPDN là một loại chứng khoán nợ do DN phát hành nhằm huy động vốn trung và dài hạn trên thị trường, quy định nghĩa vụ của người phát hành (DN) phải trả cho người nắm giữ TP (nhà đầu tư) một khoản tiền xác định, thường là trong khoảng thời gian cụ thể, và phải hoàn trả khoản cho vay ban đầu khi nó đáo hạn.

1.2.1.2. **Đặc điểm TPDN:** Bên cạnh những đặc điểm của một chứng khoán nợ nói chung, TPDN còn có những đặc trưng sau:

- Trái chủ được trả lãi định kỳ và trả gốc khi đáo hạn, song không được tham dự vào các quyết định của DN. Nhưng cũng có loại TP không được trả lãi định kỳ, người mua được mua dưới mệnh giá và khi đáo hạn được nhận lại mệnh giá.
- Khi DN giải thể hoặc thanh lý, TP được ưu tiên thanh toán trước các CP. Có những điều kiện cụ thể kèm theo, hoặc nhiều hình thức đảm bảo cho khoản vay.
- TPDN rất đa dạng và phong phú về chủng loại đáp ứng nhu cầu và thị hiếu của các nhà đầu tư, là nguồn vốn vay chủ yếu cho các doanh nghiệp ở các nước phát triển.

1.2.1.2. Phân loại trái phiếu doanh nghiệp: (xem phụ lục 1A)

- **Căn cứ theo hình thức phát hành:**
 - + TP được phát hành theo mệnh giá
 - + TP được phát hành theo hình thức chiết khấu (discount)
- **Căn cứ theo phạm vi lưu thông**
 - + TP quốc nội
 - + TP quốc tế
- **Theo thời gian đáo hạn:** TP ngắn hạn, TP trung hạn, TP dài hạn, TP vĩnh viễn.

.....

1.2.1.3. Ưu điểm và nhược điểm của TPDN:

- ❖ **Ưu điểm của việc tài trợ bằng TPDN**

Vốn là một yếu tố đầu vào quan trọng của quá trình sản xuất kinh doanh, nếu thiếu vốn thì các DN không thể thực hiện được những kế hoạch như đã định. Sự phát triển của thị trường tài chính đã đem lại cho các DN ngày càng nhiều cơ hội tiếp cận với những nguồn tài trợ vốn đa dạng, đáp ứng được mọi nhu cầu về khối lượng, thời hạn cũng như các điều kiện khác mang tính đặc thù đặt ra cho từng DN cụ thể.

Đối với các DN, nếu không tính đến số vốn hình thành từ những khoản lợi nhuận tích lũy được trong nội bộ DN, có hai con đường để huy động vốn trung dài hạn trong nền kinh tế, đó là con đường gián tiếp thông qua các tổ chức trung gian tài chính và con đường trực tiếp qua TTCK. Ở cách thứ nhất, DN đến vay các NH và các công ty tài chính, ở cách thứ hai, DN sẽ phát hành các công cụ huy động vốn trực tiếp từ lực lượng công chúng đầu tư đông đảo. Các công cụ này bao gồm CP và TP. Nói chung mỗi hình thức huy động vốn đều có một đặc điểm riêng và thích hợp trong từng điều kiện cụ thể của nền kinh tế cũng như của bản thân DN. Tuy nhiên, xét một cách chung nhất, việc tài trợ bằng TP có một số ưu điểm nổi bật so với các nguồn tài trợ vốn khác.

- ***So với vốn cổ phần***

Đối với các công ty cổ phần, việc tài trợ bằng TP có những ưu điểm nổi trội hơn so với tài trợ bằng vốn cổ phần, tức phát hành CP.

- + Ưu điểm lớn nhất và cơ bản nhất của TP là lợi ích tẩm chắn thuế. Do đặc điểm nợ được khấu trừ trước lợi nhuận chịu thuế nên lợi ích từ tẩm chắn thuế là đáng kể.

- + Ưu tiên của trái quyền đối với lợi nhuận: Trái quyền của các chủ nợ ưu tiên hơn trái quyền của các chủ sở hữu. Phải đáp ứng tất cả nghĩa vụ đối với các chủ nợ trước tiên và trong vài trường hợp, các chủ sở hữu có thể không rút lợi nhuận nếu việc này làm thiệt hại đến trái quyền ưu tiên của các chủ nợ.

- + Trái quyền đối với tài sản: Các chủ nợ và chủ sở hữu ít khi nào đầu tư vào một DN với kì vọng là họ sẽ tham dự vào việc thanh lý cuối cùng của DN này. Hơn nữa, trong trường hợp xấu nhất này là khi công ty phá sản, các trái chủ với tư cách là chủ nợ, vẫn có khả năng thu lại được toàn bộ hoặc một phần số vốn của mình từ số tiền thanh lý tài sản của công ty, trong khi đó các cổ đông có thể sẽ mất toàn bộ hoặc một phần số vốn đã góp vì với tư cách là những người chủ sở hữu, họ là những người có quyền đòi cuối cùng đối với các tài sản còn lại. Vì vậy, mức bù rủi ro mà người đầu tư đòi hỏi đối với một TP cũng thấp hơn mức bù rủi ro của CP. Điều này nếu xét trên giác độ của công ty sẽ đồng nghĩa với việc chi phí vốn cổ phần cao hơn chi phí nợ TP. Bên cạnh đó, chi phí lãi TP tính trên số nợ vay mà công ty trả cho những người nắm giữ TP của công ty được trừ khỏi lợi nhuận của công ty trước khi tính thuế thu nhập DN, trong khi thu nhập mà công ty sử dụng để trả cổ tức cho các cổ đông thì lại là phần thu nhập còn lại sau khi đã khấu trừ thuế phải nộp, tức là chi phí

lãi là khoản chi phí không chịu thuế còn chi phí vốn cổ phần (trả cổ tức) lại là chi phí phải chịu thuế.

Tài trợ bằng TP có thể tránh được tình trạng pha loãng quyền sở hữu của các cổ đông trong công ty. Khi công ty cần thêm vốn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, việc phát hành thêm CP đồng nghĩa với việc xuất hiện thêm những cổ đông mới trong danh sách cổ đông của công ty. Sự xuất hiện thêm các cổ đông mới sẽ làm ảnh hưởng đến quyền lợi của các cổ đông hiện hành, lợi ích của họ sẽ bị chia sẻ. Trong khi đó, phát hành TPDN thực chất có thể xem như là công ty đi vay nợ trên thị trường, trên bảng tổng kết tài sản, sự thay đổi không hề xảy ra đối với số vốn cổ phần của chủ sở hữu mà chỉ xuất hiện trên khoản mục nợ.

Không chỉ làm pha loãng quyền sở hữu trong công ty, vốn cổ phần còn có chi phí cao hơn rất nhiều so với vốn huy động bằng nợ vay, trong đó có nợ TP. Có hai lý do để giải thích cho điều này. Trước hết, mọi nhà đầu tư đều hiểu rằng mức độ rủi ro của TP thấp hơn so với CP. Công ty phát hành không thể từ chối thanh toán lãi coupon cho người nắm giữ TP cho dù tình hình kinh doanh của công ty đó không được tốt bởi nếu không trả lãi đúng hạn thì công ty có thể bị coi là mất khả năng thanh toán. Nhưng về phần các cổ đông của công ty, những người này có thể không được nhận cổ tức nếu công ty hoạt động không có lãi (vì phần thu nhập sử dụng để chia cổ tức được lấy từ lợi nhuận sau thuế của công ty).

• ***So với các khoản vay NH và các tổ chức tín dụng:***

Cũng giống như đi vay NH và các tổ chức tín dụng, phát hành TP trên TTCK là một hình thức huy động vốn bằng cách sử dụng nợ vay. Tuy nhiên, so với việc đi vay, phát hành TP có một số đặc điểm nổi trội hơn xét trên các khía cạnh như quy mô tài trợ, thời hạn, các chi phí phát sinh, phạm vi người cho vay, khả năng chuyển nhượng và tính thanh khoản.

Cụ thể, việc tài trợ vốn bằng cách phát hành TP không bị hạn chế về quy mô, tức DN có thể thông qua con đường này để huy động một số vốn lớn bất kỳ nào đó nếu có nhu cầu miễn là DN có phương án sử dụng số vốn huy động một cách hợp lý, có tính khả thi và có khả năng hoàn trả lãi và gốc cho những người cho vay. Trái lại, ở phương thức đi vay NH, số vốn tối đa DN được vay lại phụ thuộc vào vốn tự có của bản thân NH cho vay. Mỗi NH chỉ được cho một DN vay số vốn không vượt quá một tỷ lệ phần trăm nhất định so với vốn tự có của mình, nếu nhu cầu vay của DN quá lớn, việc cho vay phải được tiến hành qua phương thức đồng tài trợ phức tạp hơn nhiều. Hơn nữa, các khoản vay NH còn bị giới hạn bởi hạn mức tín dụng mà NH áp dụng cho một khách hàng, một ngành, một quốc gia hay một tiêu chí phân loại khác nào đó mà DN đi vay có thể thuộc về nhóm đó.

Không chỉ có lợi thế vượt trội về quy mô tài trợ, TPDN còn có ưu điểm về thời hạn vay. Nếu các khoản vay NH thường là các khoản vay ngắn hạn và có dạng “cuốn chiếu” (tức DN phải hoàn trả xong món vay này thì mới được vay tiếp món khác), không những thế lại bị

hạn chế bởi chính sách tín dụng của NH, thì ngược lại, TPDN lại rất đa dạng về thời hạn (thường thời gian đáo hạn của TPDN từ một năm trở lên) và công ty được hoàn toàn tự do trong việc xác định yếu tố này. Hơn nữa, nếu các TP được chào bán ra công chúng và được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán. Điều này đem lại cho TPDN khả năng chuyển nhượng và tính thanh khoản, đặc biệt là TP của những tổ chức phát hành là những công ty lớn; còn khoản vay NH có thể xem là không có tính thanh khoản vì chúng hầu như không có khả năng chuyển nhượng trên thị trường. Trong một số trường hợp, các NH cũng có thể bán các khoản nợ cho nhau nhưng hiện tượng này chỉ xảy ra một cách hạn hữu.

Một vấn đề nữa là việc tài trợ bằng TPDN có thể rẻ hơn các món vay NH, đặc biệt trong trường hợp của các công ty danh tiếng có quy mô lớn, có khả năng sinh lời. Lãi suất tính trên TTTPDN thường bao hàm trong đó cả lãi suất phi rủi ro, phần bù cho rủi ro hệ thống hay rủi ro toàn thị trường, rủi ro cụ thể của công ty (ví dụ rủi ro tín dụng, rủi ro mất khả năng thanh toán, và rủi ro thanh khoản), và phần bù cho sự không cân xứng về thông tin. Nói chung, các công ty có uy tín với tiếng tăm tốt có thể vay vốn qua TTTPDN với lãi suất thấp hơn vay ở khu vực NH, do các công ty này đã có uy tín và công chúng đều đã quen thuộc với cách thức quản lý và hoạt động của họ nên mức bù rủi ro của các công ty đó tương đối thấp. Ở các quốc gia phát triển có sự hiện diện của một số lượng lớn các công ty danh tiếng, nhiều công ty trong số này đã tiếp cận TTTPDN với mức chi phí phải chăng.

Tuy nhiên, điều cần lưu ý khi thực hiện việc tài trợ bằng TP là các khoản chi trả cho trái chủ được thực hiện một cách đều đặn, theo định kỳ và không mang tính linh hoạt như các khoản hoàn trả đối với NH. Chính vì vậy, tổ chức phát hành phải có kỹ năng quản lý tiền mặt tốt hơn để khớp được giữa luồng tiền mặt phức tạp của dự án (hay hoạt động kinh doanh) với luồng chi trả đều đặn và đơn giản của TP. DN phải quản lý được một cách tối ưu chuỗi các biến động về luồng tiền mặt thông qua việc thực hiện nghiệp vụ đầu tư một cách khéo léo hoặc đi vay ngắn hạn. Sự quản lý không hiệu quả các biến động của luồng tiền ngắn hạn sẽ làm hỏng mục đích tài trợ bằng TP trong dài hạn. Do đó, kiến thức và kỹ năng về tài chính của những nhà quản lý trong các công ty là yếu tố không thể thiếu được đối với sự phát triển của TTTPDN.

❖ **Nhược điểm của việc tài trợ bằng TPDN**

- ***Không có quyền tham gia điều hành DN:*** Các chủ nợ không có tiếng nói trực tiếp trong việc điều hành một DN, dù họ có thể đặt định một số hạn chế trong thỏa thuận cho vay về các hoạt động điều hành DN. Các chủ nợ không thể bỏ phiếu bầu hội đồng quản trị của một DN.

- ***Cơ hội tăng trưởng vốn đầu tư thấp:***

Khi nhận được tiền lãi từ TPDN, nhà đầu tư lại phải tự tìm phương án đầu tư số tiền đó vì rất ít công ty có chương trình tái đầu tư tiền lãi TP. Trong khi đó, nhiều công ty có

chương trình tái đầu tư cổ tức. Cổ đông có thể mua thêm cổ phần được miễn sở phí, và có khi còn được mua cổ phần với giá rẻ hơn giá thị trường.

Giá TPDN cũng biến động khá mạnh trên thị trường: Khi lãi suất thị trường lên cao hơn lãi suất TP thì giá TP sẽ hạ. Khi cơ quan đánh giá xếp loại DN, đánh giá công ty phát hành từ loại AAA(3A) xuống AA(2A) hoặc xuống BBB(3B) thì giá TP cũng sẽ bị hạ. Hoặc khi có sự mất mát thị trường, vỡ nợ... thì giá TP cũng sẽ bị hạ. Và cũng theo quy luật cung cầu, giá TP cũng sẽ giảm đi khi cầu trái phiếu đó không có (có ít người mua).

● **Rủi ro và tỷ suất sinh lời:**

Phát hành TP có thể xem như là hình thức vay nợ. Việc sử dụng nợ làm phát sinh chi phí kiệt quệ tài chính do phải thực hiện nghĩa vụ tài chính theo hợp đồng. Nghĩa là DN phải trả lãi cho chủ nợ theo một mức đã thỏa thuận trước, bất chấp thu nhập hoạt động của DN như thế nào. Khi DN sử dụng mức độ nợ càng cao, tức gia tăng đòn bẩy tài chính, thì rủi ro tài chính càng cao và rủi ro tài chính này sẽ gia tăng cùng với sự gia tăng của đòn bẩy tài chính. Từ đó, làm gia tăng cả chi phí sử dụng nợ lẫn chi phí sử dụng vốn cổ phần, dẫn đến cấu trúc vốn có sử dụng nợ không còn tối ưu nữa. Do vậy, chỉ cần một sự sụt giảm nhẹ của EBIT cũng làm cho EPS và ROE bị sụt giảm ở một mức độ nhiều hơn. Từ đó tạo ra rủi ro cao cho cả chủ nợ lẫn cổ đông và họ có thể từ chối tài trợ vốn thêm cho DN hoặc họ sẽ đòi một lãi suất cao hơn. Lãi suất này phải bù đắp được rủi ro cho họ. Điều đó có nghĩa là khi gia tăng nợ, DN có thể phải trả thêm một khoản chi phí cho việc sử dụng vốn. Đó là chi phí kiệt quệ tài chính hay chi phí phá sản. Tóm lại, việc sử dụng và gia tăng đòn bẩy tài chính không hợp lý thì không những không đảm bảo những mặt thuận lợi vốn có của chính sách này đem lại mà nó còn có thể đưa DN đến bờ vực phá sản.

1.2.2. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TTTPDN):

1.2.2.1 Khái niệm: TTTPDN là nơi diễn ra các giao dịch mua bán trao đổi TPDN, nhằm thỏa mãn nhu cầu của các đối tượng tham gia trên thị trường, đồng thời nó là một bộ phận của thị trường vốn dài hạn, thực hiện cơ chế chuyển vốn trực tiếp từ nhà đầu tư sang nhà phát hành, qua đó thực hiện chức năng của thị trường tài chính là cung cấp nguồn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế.

1.2.2.2. Đặc điểm, phân loại TTTPDN:

a. Thị trường sơ cấp: Là nơi diễn ra quá trình mua bán lần đầu các chứng khoán mới phát hành. Thị trường sơ cấp còn được gọi là thị trường cấp một hay thị trường phát hành.

Thực hiện chức năng quan trọng nhất của TTCK, đó là huy động vốn cho đầu tư.

Thị trường sơ cấp có khả năng thu hút nguồn vốn trong và ngoài nước; các nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi từ các DN, các tổ chức tài chính, chính phủ tạo thành một nguồn vốn to lớn tài trợ cho DN, mà các phương thức khác khó có thể đáp ứng.

b. Thị trường thứ cấp: Là nơi mua đi bán lại các loại TP, giúp tạo tính thanh khoản cho các loại TP. Tính thanh khoản của thị trường thứ cấp càng cao thì sự quan tâm của người đầu tư đối với TTTP sẽ tăng lên. Đây là điều kiện tốt để phát triển thị trường phát hành TP. Thị trường thứ cấp bao gồm:

- **Thị trường tập trung:** Là thị trường mà các loại TP được giao dịch theo phương thức khớp lệnh hoặc thỏa thuận tại một địa điểm tập trung là Sở giao dịch chứng khoán.

- **Thị trường phi tập trung (OTC):** Là thị trường mà không có địa điểm cụ thể, TP chỉ được giao dịch trực tiếp thông qua các nhà môi giới TP.

Tuy nhiên trên thực tế các nước, giá trị TP được giao dịch trên thị trường OTC đóng vai trò quan trọng (gấp 2 lần khối lượng được giao dịch tại Sở giao dịch). Lý do dẫn đến vấn đề trên là do có nhiều loại TP được phát hành nên điều kiện kỹ thuật không cho phép có thể niêm yết toàn bộ trên Sở giao dịch.

Bên cạnh đó, việc giao dịch tại Sở giao dịch cũng hết sức cần thiết vì nó đóng vai trò tạo lãi suất chuẩn và đường cong lãi suất cho thị trường. Thêm vào đó, tại Sở giao dịch có hệ thống báo giá qua lãi suất, tạo điều kiện cho người đầu tư dễ dàng so sánh các công cụ tài chính có cùng thời hạn. Khác với thị trường OTC, tại đây các nhà đầu tư không phải tìm đối tác, giảm chi phí giao dịch và giá cả sẽ không bị bóp méo.

c. Mối liên hệ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp:

Thị trường sơ cấp là cơ sở, là tiền đề cho sự hình thành và phát triển của thị trường thứ cấp vì đó là nơi cung cấp hàng hóa TP trên thị trường thứ cấp.

Ngược lại, thị trường thứ cấp đến lượt nó là động lực, là điều kiện cho sự phát triển của thị trường sơ cấp, vì một khi TP đã được phát hành ra trên thị trường, nếu không có một thị trường thứ cấp để lưu hành, mua bán, trao đổi tạo ra tính thanh khoản cho TP thì thật khó có thể thuyết phục nhà đầu tư bỏ tiền ra mua TP.

Chính việc mua bán giao dịch TP trên thị trường thứ cấp làm tăng tốc dòng vốn đầu tư, các nhà đầu tư có thể chuyển từ TP thành tiền mặt.

1.2.2.3. Vai trò của TTTPDN: là một trong những kênh huy động vốn trung và dài hạn cho các DN và là nơi tạo ra tính thanh khoản cho các công cụ trên thị trường vốn thông qua hoạt động mua bán trao đổi TP giữa những người có nhu cầu tham gia trên thị trường. Trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, để đạt được sự tăng trưởng và phát triển bền vững thì nhất thiết phải sử dụng nguồn vốn trung và dài hạn để đầu tư vào những dự án mang tính chiến lược lâu dài. Do vậy, việc hình thành, phát triển TTTP nói chung và TTTPDN nói riêng là điều kiện không thể thiếu.

- **Đối với sự phát triển của nền kinh tế:**

Từ sau cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ những năm cuối thập kỷ 90 và đặc biệt là từ những bất ổn trên thị trường tài chính – tiền tệ, thị trường hàng hóa...trong thời gian vừa

qua càng cho chúng ta thấy được một cách sâu sắc hơn ý nghĩa của TTTPDN đối với nền kinh tế.

Trước hết, đứng trên góc độ quản lý vĩ mô, TTTPDN có tác dụng phân tán sự tập trung vào hệ thống NH bằng cách đa dạng hóa các rủi ro tín dụng trong nền kinh tế và góp phần tạo một nguồn cung cấp tín dụng khác cho các DN. Gánh nặng của các NH được giảm bớt và rủi ro của hoạt động cho vay đã được san sẻ phần nào sang một lực lượng người cho vay đông đảo – những nhà đầu tư TP trên thị trường. Từ đó, TTTPDN có thể thu hút được những khoản vốn manh nha, nhàn rỗi trên thị trường để đáp ứng được những dự án có nhu cầu vốn lớn với mức rủi ro được phân tán.

Thứ hai, TTTPDN phát triển sẽ trở thành một trong những công cụ điều tiết nguồn vốn trung dài hạn ở tầm vĩ mô, góp phần nâng cao hiệu quả của việc phân phối và tái phân phối các nguồn lực tài chính trong nền kinh tế. Để làm được điều này thì cần phải có một thị trường thứ cấp về TPDN phát triển. Khi đó, nguồn cung và cầu vốn sẽ dễ dàng gặp nhau, hạn chế được những rắc rối về phía các NH do không kiểm soát được nguồn vốn cho vay trong điều kiện dư thừa vốn; và khi thị trường đang khan hiếm vốn thì các NH lại không đủ sức giải ngân hết tất cả các khoản vay từ đó có thể bỏ lỡ những cơ hội đầu tư tốt.

Thứ ba, phát triển TTTPDN là việc làm cần thiết giúp thỏa mãn nhu cầu giao dịch, trao đổi, mua bán của những đối tượng tham gia, sở hữu nhằm nâng cao tính thanh khoản của TP góp phần làm tăng tốc dòng tiền cho nền kinh tế. Từ đó, giúp TP trở nên hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư. Mặt khác, thông qua kênh huy động vốn này các nhà đầu tư cũng như người cần vốn có thể lựa chọn phương thức vay hay cho vay phù hợp với mình nhất.

Bên cạnh đó, việc phát triển TTTPDN góp phần làm giảm nguy cơ khủng hoảng cán cân nợ giúp nền kinh tế phát triển bền vững hơn. Việc phát hành TPDN giúp làm tăng giá trị các khoản nợ huy động được trên các thị trường nội địa, hạn chế bớt việc đi vay nước ngoài từ đó hạn chế được sự ảnh hưởng của những biến động tỷ giá hối đoái.

● **Đối với các DN phát hành:**

DN có thể thông qua TTTP để huy động vốn từ đông đảo công chúng đầu tư với thời hạn vay đa dạng, đặc biệt là thích hợp với những dự án đầu tư trung dài hạn, với chi phí đi vay thấp hơn so với các khoản vay NH.

Đối với các dự án đầu tư dài hạn, DN phải chi ra một lượng vốn lớn trong thời gian dài. Tuy nhiên, các NHTM do một số điều kiện hạn chế nên khó có thể đáp ứng được nhu cầu vốn dài hạn lớn như vậy. Khắc phục hạn chế trên, TTTP có thể đáp ứng nhu cầu này của DN. Việc tài trợ vốn bằng cách phát hành TP không bị hạn chế về quy mô, tức DN có thể huy động một số vốn lớn bất kỳ nào đó nếu có nhu cầu, với điều kiện DN phát hành phải thuyết phục bằng một phương án sử dụng số vốn huy động một cách hợp lý, có tính khả thi và có khả năng hoàn trả lãi, vốn gốc khi đáo hạn. Điều này có thể giúp DN thực hiện kịp

thời và đầy đủ những dự án, kế hoạch của mình. Chính việc này còn đòi hỏi DN phải không ngừng củng cố bộ máy tổ chức và quản lý, nâng cao tính cạnh tranh và hiệu quả kinh doanh, nâng cao mức độ tín nhiệm đối với những người đầu tư. Đây tuy là tác động gián tiếp của TTTPDN nhưng có ý nghĩa rất tích cực đối với hoạt động và sự phát triển của các DN nói riêng và của nền kinh tế nói chung.

Ngoài khả năng đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn lớn, TTTP còn là kênh huy động vốn có chi phí phát hành, chi phí sử dụng vốn tương đối rẻ hơn so với các hình thức khác. Các DN có thể tìm kiếm được nguồn vốn phù hợp với đặc tính của mình nhờ sự đa dạng của TTTPDN.

- ***Đối với nhà đầu tư:***

TTTPDN còn là nơi cung cấp các sản phẩm đầu tư dài hạn. Theo cấu trúc thời hạn của lãi suất, những khoản đầu tư có thời hạn càng dài thì lãi suất yêu cầu đối với nó càng cao và ngược lại. Đặc biệt, trong điều kiện TTCK và thị trường tín dụng gặp nhiều “sóng gió” thì TTTP DN được xem như là nơi trú ngụ an toàn nhằm giảm sự tác động từ những “cơn bão” đó.

Các nhà đầu tư có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình khi chọn đầu tư vào TTTPDN. Từ đó, mang lại cho nhà đầu tư thu nhập ổn định, ít rủi ro. Khi đầu tư vào thị trường trái DN, người đầu tư trở thành chủ nợ của công ty phát hành TP. Cho nên các nhà đầu tư sẽ được DN trả lãi TP cho dù tình trạng kinh doanh ra sao.

Như vậy, đối với những người không muốn chấp nhận rủi ro, không muốn mạo hiểm thì TTTPDN có thể là nơi đầu tư cần xem xét đến.

- ***Đối với TTCK và thị trường tiền tệ:***

Có thể nói, TTTPDN đã làm đa dạng hóa hình thức huy động vốn trên TTCK, tránh tình trạng quá tập trung vào TTCP gây mất thế cân bằng giữa thị trường vốn và thị trường nợ trên TTCK. Hơn thế nữa, nó còn là một công cụ tài chính hữu hiệu nhất trong việc “nối” TTCK với thị trường tiền tệ - tín dụng trong vai trò “chạy tiếp sức” và làm tăng tính thanh khoản cho TTCK. Thúc đẩy cả TTCK và thị trường tiền tệ phát triển mạnh tránh tình trạng mất cân giữa hai thị trường.

Ngoài việc giúp tạo thế cân bằng giữa các thị trường, nó còn làm giảm bớt áp lực lên TTCP và tín dụng, đặc biệt khi những thị trường này gặp nhiều biến động như trong thời gian gần đây.

1.2.2.4. Các nhân tố ảnh hưởng đến TTTPDN:

- a. Bất cân xứng thông tin trên thị trường:***

Khi có sự không cân xứng về thông tin, các thị trường tài chính thường phải đối mặt với một thực trạng là những người cho vay không thể biết rõ được về mức độ rủi ro, mức độ tín nhiệm, các dòng lợi nhuận, các cơ hội đầu tư, sự tận tâm trong quá trình sử dụng những đồng vốn vay của người đi vay. Trong hoàn cảnh đó, sự bất cân xứng thông tin sẽ làm nảy sinh các khó khăn :

- **Việc lựa chọn đối nghịch:** Hiện tượng này xảy ra trước khi diễn ra giao dịch, hàm ý là người đi vay có nhiều khả năng tạo ra một kết cục không mong muốn nhất (có thể không trả được nợ), ngược lại là những người tích cực tìm vay nhất và có nhiều khả năng lựa chọn nhất, nhưng người cho vay có thể quyết định không cho vay, tránh phải đưa ra những quyết định sai lầm.

- **Rủi ro đạo đức xảy ra:** Xảy ra khi giao dịch đã diễn ra, khi người cho vay phải đối mặt với rủi ro là người vay cố ý hành động “không tốt” dẫn đến không hoàn trả khoản vay.

- **Vấn đề thanh khoản:** Khó có thể phân biệt giữa các công ty có triển vọng với các công ty không có triển vọng phát triển trong thời kỳ khó khăn về tài chính để thấy được khả năng trả nợ của các công ty này.

Cả ba vấn đề nêu trên có thể dẫn đến hậu quả là bỏ lỡ việc đầu tư vào những dự án tốt và có mức sinh lời cao trong nền kinh tế, thực hiện đầu tư vào những dự án không tốt, người đi vay hoạt động kém hiệu quả.

Vấn đề ở đây là sự bất cân xứng thông tin quá lớn khiến cho các cá nhân có nhu cầu đầu tư không đủ tự tin để đưa ra quyết định đầu tư trực tiếp, họ sẽ phải tìm đến người ủy thác (NH) để gửi gắm tài sản của mình. Như vậy TPDN có thể không được ưa thích bằng việc gửi tiền vào NH và do đó TTTPDN cũng khó có điều kiện phát triển.

b. Trình độ phát triển của nền kinh tế:

Một thực tế là ở các nước đang phát triển, nơi mà thu nhập và mức tích lũy tài sản còn thấp, người dân còn xa lạ với các công cụ đầu tư hiện đại trên TTCK, nhiều cá nhân thích chuyển các khoản tiền tiết kiệm của họ thành khoản tiền gửi NH có thời gian đầu tư ngắn hạn hơn. Bên cạnh đó, ngành công nghiệp bảo hiểm và các quỹ hưu trí chưa phát triển, các DN vừa và nhỏ chiếm tỷ lệ cao trong nền kinh tế vốn là đối tượng dễ dàng tiếp cận khoản cho vay của NH, trong khi việc tài trợ nợ bằng phát hành TP chủ yếu chỉ thực hiện được với các DN lớn và có danh tiếng. Điều này cho thấy rằng hệ thống NH có thể thống trị trong hệ thống tài chính ở giai đoạn đầu phát triển kinh tế vì số lượng DN lớn, có danh tiếng có thể phát hành TP với chi phí hợp lý còn hạn chế.

Trái lại, TTTP có thể phát triển dễ dàng hơn ở các nước phát triển có thu nhập cao do các tổ chức và cá nhân ở các nước này có khoản tiền nhàn rỗi lớn và có nhu cầu đa dạng hóa danh mục tài sản của họ. Hơn nữa, ở các nước này có khá nhiều công ty có quy mô lớn và có danh tiếng nên có thể phát hành TP đều đặn trên thị trường với khối lượng lớn.

c. Sự hiểu biết của nhà đầu tư:

TTTPDN muốn phát triển, trước hết phải thu hút được đông đảo nhà đầu tư tham gia. Do đó, trình độ hiểu biết của nhà đầu tư có thể giúp TP trở nên hấp dẫn hơn, khi đó TTTPDN sẽ phát triển theo đúng tiềm năng vốn có của nó. Nó còn giúp cho TTTPDN hoạt động hiệu quả hơn, theo đúng quy luật thị trường do tránh được tình trạng đầu tư theo xu hướng bầy đàn. Từ đó hạn chế tác động của vấn đề thông tin bất cân xứng, do các nhà đầu tư có khả năng đánh giá đúng về tình hình DN.

d. Sự phát triển của hệ thống NH và các tổ chức tín dụng:

Thị trường tiền tệ và TTCK (đặc biệt là thị trường vốn) có mối quan hệ gắn bó với nhau. Do đó, sự phát triển của hệ thống NH, các tổ chức tín dụng sẽ ảnh hưởng rất lớn đến sự phát triển của TTTPDN. Nếu hệ thống NH và TTCP hoạt động hiệu quả thì sẽ kéo theo TTTPDN phát triển, tạo nên thế cân bằng bền vững, hỗ trợ lẫn nhau giữa 3 kênh huy động vốn này. Mặt khác, khi hệ thống NH và TTCP gặp trục trặc thì TTTPDN lại là một nơi trú ngụ an toàn, giúp chia sẻ rủi ro và làm giảm áp lực khủng hoảng lên các thị trường này.

Ngoài ra, khi hệ thống NH đã hoàn thiện, sẽ góp phần làm tăng nguồn cung TP trên thị trường thông qua việc phát hành TP huy động vốn. Tạo tiền đề cho việc phát triển TTTP sơ cấp và thứ cấp.

e. Sự phát triển của hệ thống pháp lý:

Mục tiêu chính của hệ thống quản lý trên TTCK là đảm bảo niềm tin cho công chúng tham gia các thị trường, trong đó có TTTPDN, bằng cách thúc đẩy sự cung cấp thông tin đáng tin cậy về các công ty phát hành cho công chúng đầu tư. Do đó, thị trường chỉ giành được niềm tin của người đầu tư nếu thông tin là đáng tin cậy và công chúng đầu tư được bảo vệ bởi cơ sở hạ tầng về pháp lý và bộ máy tư pháp hoàn thiện; quản lý, giám sát các tổ chức phát hành và các tổ chức bảo lãnh, thông qua một cơ chế cưỡng chế mạnh.

Tóm lại, để TTTPDN phát triển đòi hỏi phải có một quá trình tích lũy nhất định của nền kinh tế, đồng thời phải có sự kết hợp các điều kiện khác một cách đồng bộ. Do vậy, việc phát triển TTTPDN ở các nước đang phát triển gặp nhiều khó khăn cho nên cần phải có một khoản thời gian đủ dài để nền kinh tế chuẩn bị đầy đủ các yếu tố cần thiết liên quan.

Kết luận chương 1:

Chúng ta đã có một nhìn tổng quan về TPDN và TTTPDN. Với những ưu nhược điểm của nó, liệu nó có phát huy được vai trò trong nền kinh tế? Chúng ta sẽ tìm hiểu thực trạng TTTPDN Việt Nam và những hạn chế của nó để tìm hướng giải quyết. Làm được điều này sẽ phát huy được những ưu điểm to lớn của TTTPDN.

CHƯƠNG 2:

THỰC TRẠNG

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

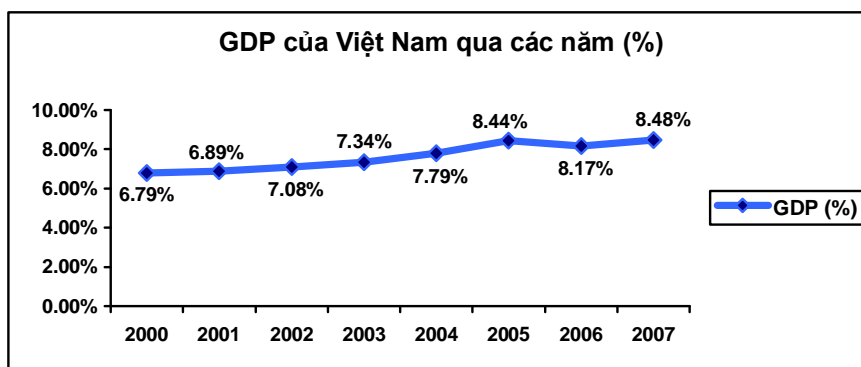
2.1. Thực trạng thị trường tài chính Việt Nam:

2.1.1. Bối cảnh kinh tế:

Sau hơn 20 năm đổi mới, thể và lực của nền kinh tế nước ta trên trường quốc tế càng được nâng cao. Những kinh nghiệm tổ chức, quản lý và điều hành nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa cũng đã đạt được những thành tựu đáng kể. Việc nước ta trở thành thành viên của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) đã tạo thêm cơ hội để nền kinh tế nước ta hội nhập sâu rộng hơn vào kinh tế khu vực và thế giới.

Từ khi gia nhập WTO, nước ta đã đạt được những thành tựu to lớn về kinh tế, chính trị xã hội. Điển hình là tốc độ tăng trưởng GDP bình quân liên tục tăng cao qua các năm (khoảng 8%/năm). Điển hình là năm 2007, tổng sản phẩm trong nước GDP tăng 8,48% so với năm 2006 đạt kế hoạch đề ra (8,2-8,5%), gồm có khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3,41% (kế hoạch 3,5-3,8%); khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 10,6% đạt kế hoạch đề ra (10,5-10,7%); khu vực dịch vụ tăng 8,68% vượt kế hoạch đề ra (8,0-8,5%). Tăng trưởng kinh tế năm 2007 của nước ta đứng vào hàng các quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao trong khu vực. Theo đánh giá của NH Phát triển Châu Á (ADB) thì năm 2007 tăng trưởng kinh tế Việt nam đứng thứ 2 trong khu vực (8,3%) sau Trung Quốc(11,2%). Qua đó những thành tựu to lớn đó, một lần nữa đã chứng minh được chính sách mở cửa hội nhập hợp tác quốc tế của Đảng và Nhà nước ta là hết sức đúng đắn và cần được phát huy – “con tàu” kinh tế Việt Nam đang đi đúng hướng.

Hình 2.1: Biểu đồ GDP của Việt Nam qua các năm (từ năm 2000 - 2007)



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Tốc độ mở cửa nhanh chóng cho hàng hóa và dịch vụ nước ngoài, bao gồm lĩnh vực NH, sẽ gây ra những khó khăn nhất định đối với các DN trong nước. Nhưng cũng sẽ đem

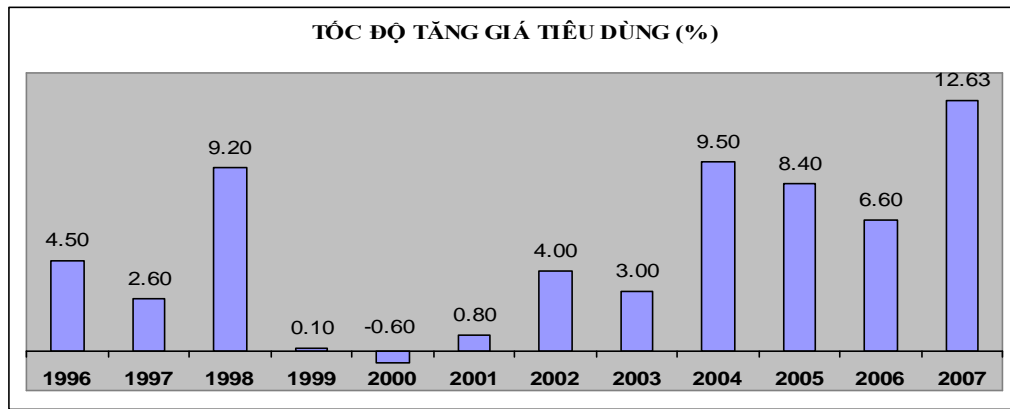
đến thêm nhiều nguồn vốn và thúc đẩy năng suất, tăng tính cạnh tranh cho các DN; từ đó, đa dạng hóa sản phẩm cho nền kinh tế, thúc đẩy thị trường tài chính phát triển.

Theo lộ trình cam kết, môi trường đầu tư của Việt Nam ngày càng thuận lợi; trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài, Chính phủ Việt Nam là một chính phủ thân thiện với DN, từ đó thu hút vốn đầu tư lên đến hàng tỷ USD. Cụ thể, 20 năm đã có hơn 9.500 dự án đầu tư nước ngoài được cấp giấy phép với tổng số vốn đăng ký khoảng 98 tỷ USD (kể cả vốn tăng thêm); riêng năm 2007 đạt 20,3 tỷ USD, chiếm hơn 20% tổng số FDI trong 20 năm qua. Tăng trưởng kinh tế cao, đầu tư ngày càng nhiều, kim ngạch xuất nhập khẩu tăng đáng kể chủ yếu là tăng trưởng xuất khẩu. Từ đó tạo được nhiều công ăn việc làm cho người lao động, tình trạng thất nghiệp giảm dần, tỉ lệ đói nghèo giảm đáng kể, trình độ dân trí ngày càng nâng cao, đời sống người dân được cải thiện đáng kể.

Tuy nhiên, nền kinh tế nước ta còn nhiều yếu kém, chất lượng tăng trưởng, sức cạnh tranh còn thấp trong khi giá của nhiều loại vật tư nguyên liệu đầu vào quan trọng phải nhập khẩu tăng cao. Bên cạnh đó, tình hình thiên tai, bão lụt thường xuyên xảy ra, nhiều dịch bệnh đã và đang hoành hành trên gia súc, gia cầm: dịch cúm gia cầm, heo tai xanh, lở mồm long móng... và đặc biệt dịch tiêu chảy cấp ở người đã gây thiệt hại to lớn cho sản xuất, làm giảm sản lượng, giảm thu nhập của người dân, ảnh hưởng rất lớn đến đời sống của đại bộ phận dân cư, tạo nên gánh nặng cho nền kinh tế cũng như toàn xã hội. Về cơ sở hạ tầng kỹ thuật còn một số hạn chế: Hệ thống cảng biển, mạng lưới điện và đường sá của Việt Nam vẫn còn nhiều bất cập, đồng thời sự thiếu hụt nhân lực có trình độ cũng là một hạn chế đối với tăng trưởng kinh tế.

Trong thời gian gần đây, tình hình kinh tế - xã hội diễn biến rất phức tạp do giá xăng dầu tăng cao (có lúc lên đến 138 USD/thùng) khiến cho mặt bằng giá cả leo thang đáng kể; lạm phát ở Việt Nam hiện đã ở mức khoảng 15% so với cùng kỳ năm ngoái. Cũng giống như nhiều nước khác trên thế giới, lạm phát tăng cao ở Việt Nam là kết quả của giá lương thực tăng mạnh, nhưng tình hình ở Việt Nam có vẻ như căng thẳng hơn do tín dụng thả lỏng và VND được neo buộc vào USD.

Hình 2.2: Biểu đồ biểu diễn tốc độ tăng giá tiêu dùng từ năm 1996 đến năm 2007



(Nguồn: Thời báo kinh tế Việt Nam)

Bên cạnh đó, do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính Mỹ khiến cho thị trường tài chính tiền tệ thế giới nói chung và thị trường tài chính Việt Nam nói riêng rơi vào tình trạng bất ổn, gây tác động mạnh mẽ đến tình hình kinh tế xã hội của đất nước. Điều này thấy rõ nhất ở TTCK Việt Nam đang xuống dốc một cách trầm trọng (VN-Index giảm hơn 50% so với cùng kỳ), cán cân tài khoản vãng lai bị thâm hụt nặng, cán cân thanh khoản cũng tương tự.... Trong khi đó, thị trường tín dụng Việt Nam gần đây vẫn tiếp tục tăng trưởng ở mức 35%/năm, một tốc độ rõ ràng không phải là bền vững. Cùng với đó, tình trạng “bong bóng” đã lan từ TTCK sang thị trường bất động sản.

Song song đó, tình hình sử dụng vốn nhà nước hiện nay còn nhiều bất cập, tình trạng đầu tư tràn lan kém hiệu quả càng phổ biến chủ yếu là chi tiêu công kém hiệu quả, hiện tượng độc quyền, thao túng có dấu hiệu xuất hiện.

Trong điều kiện hội nhập ngày càng sâu rộng như hiện nay thì nguồn vốn FDI, ODA đổ vào Việt Nam ngày càng nhiều, nhưng do khả năng hấp thụ của nền kinh tế Việt Nam còn hạn chế nên dẫn đến tình trạng đôla hóa, làm giảm tỷ giá hối đoái, tác động xấu đến lĩnh vực xuất khẩu của nước ta hiện nay. Mặt khác, với các chính sách mà chính phủ đưa ra nhằm đối phó với tình trạng lạm phát cao như chính sách thắt chặt tiền tệ. Vừa qua, việc NHNN buộc các NHTM mua TP, tín phiếu bắt buộc với lãi suất thấp, là ép các NH nâng dự trữ bắt buộc - đồng nghĩa với đánh thuế vào các NHTM... điều này đã khiến cho các NHTM rơi vào trạng thái khan hiếm tiền đồng, dẫn đến cuộc đua lãi xuất, hạn chế cho vay khiến cho thị trường tài chính càng thêm chao đảo, đẩy TTCK suy yếu một cách trầm trọng hơn. Từ những yếu tố trên tác động làm xuất hiện hiện tượng tăng trưởng quá nóng của TTCK, thị trường bất động sản gây nên tình trạng vỡ bong bóng của nền kinh tế (thể hiện TTCK lao dốc mạnh trong thời gian gần đây), dẫn đến nguy cơ khủng hoảng kinh tế ngày càng lớn. Với tính bất ổn của TTCK như hiện nay, các nhà đầu tư đang có xu hướng chuyển dần danh mục đầu tư sang TP, nhằm hạn chế rủi ro cho đồng vốn của họ.

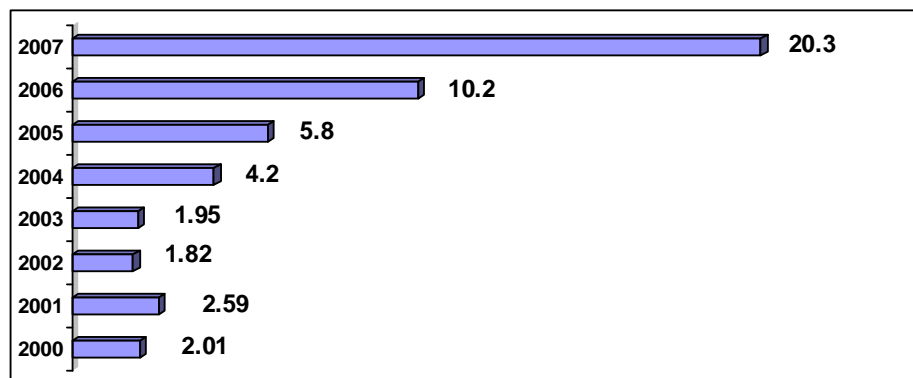
2.1.2. Thực trạng thị trường vốn Việt Nam:

Có thể nói chưa bao giờ các DN Việt Nam có nhiều cơ hội huy động vốn để thực hiện các chương trình đầu tư và phát triển như lúc này. Thu hút vốn đầu tư nước ngoài đạt mức kỷ lục: Ước tính vốn đăng ký mới và vốn tăng thêm của các dự án cũ bổ sung cả năm 2007 đạt trên 20,3 tỉ USD, tăng 10,1 tỉ USD so năm 2006 (10,2 tỉ USD), vượt kế hoạch 7 tỉ USD và là mức cao nhất từ trước đến nay. Nét mới trong thu hút vốn FDI năm 2007 là cơ cấu đầu tư đã chuyển dịch từ công nghiệp sang lĩnh vực dịch vụ khách sạn, căn hộ cho thuê, nhà hàng, du lịch, tài chính, NH... Vốn đầu tư thực hiện năm 2007 ước đạt 5,1 tỉ USD, tăng 1,2 tỉ USD (30,7%) so năm 2006.

Cùng với việc tăng vốn FDI, lượng kiều hối đổ về Việt Nam cũng tiếp tục tăng cao. Dự kiến cả năm 2007, lượng kiều hối của người Việt Nam ở nước ngoài gửi về qua kênh chính thức đạt 5,5 tỉ USD so với mức 4,7 tỉ USD năm 2006 và gấp 157 lần năm 2001. Tốc độ tăng bình quân 37%/năm đưa lượng kiều hối gửi qua kênh chính thức được thực hiện từ năm 1991 đến 2007 lên con số 29,4 tỉ USD, chiếm 70% vốn FDI, tính từ năm 1998 và cao gấp rưỡi vốn ODA được giải ngân kể từ 1993. Nguồn vốn kiều hối năm 2007 chủ yếu là giúp người thân trong nước đầu tư chứng khoán, kinh doanh địa ốc, một phần mua sắm tài sản, hàng hóa, lễ hội vào dịp cuối năm.

Hình 2.3: Biểu đồ tổng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam từ năm 2000 - 2007

TỔNG VỐN ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI QUA CÁC NĂM
(Đơn vị: tỷ USD)



(Nguồn: Thời báo kinh tế Việt Nam)

Thị trường vốn trung và dài hạn của nước ta đang trong tiến trình phát triển. Trong đó, một bộ phận chủ yếu là TTCK, sau hơn 7 năm hoạt động kể từ khi hình thành từ tháng 7/2000, đã trải qua những giai đoạn thăng trầm, từ lúc phát triển quá nóng đến giai đoạn suy thoái như hiện nay.

Từ khi gia nhập WTO, cũng có nghĩa là chúng ta phải chấp nhận mở cửa và hội nhập, chấp nhận những điều khoản đã ký kết với các đối tác nước ngoài và của WTO, trong đó có lĩnh vực dịch vụ, bao gồm cả tài chính, NH và đương nhiên có cả TTCK. Trong thời gian

qua, một số công ty nhà nước lớn đã được cổ phần hóa xong làm cho thị trường mở rộng không chỉ về lượng mà cả về chất. TTCK đã trở thành kênh quan trọng để huy động vốn cho phát triển kinh tế. Có thể điểm qua những thành tựu mà TTCK Việt Nam đã đạt được như sau :

- Về qui mô hoạt động, từ 2005 đến năm 2007, TTCK Việt Nam đã phát triển quá nhanh. Cuối năm 2005, mới chỉ có **41 công ty** được niêm yết với tổng giá trị thị trường dưới 1 tỷ USD, khoảng 1,2% GDP. Kết thúc năm 2007, tổng giá trị vốn hóa của TTCK Việt Nam đã đạt trên 43% GDP, vượt xa so với mục tiêu 35% GDP vào 2010. Số lượng các tổ chức niêm yết trên cả hai sàn Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội là **253 công ty vào cuối năm 2007** (tăng 59 tổ chức niêm yết so với năm 2006). TTCK Việt Nam **hiện nay** đã có **286 mã CP** được niêm yết. Bên cạnh đó, cũng đã có 562 mã TP được niêm yết trên TTCK Việt Nam, đạt giá trị khoảng 138.937 tỷ đồng. Các chỉ số chứng khoán trong thời gian vừa qua tuy có những sự sụt giảm nhưng điều này theo nhiều nhà phân tích thì đây có thể là một dấu hiệu tốt, biểu hiện sự phát triển bền vững hơn của thị trường.

Bảng 2.1: Qui mô niêm yết TTCK Việt Nam (tính đến tháng 04 năm 2008)

	Toàn thị trường	CP	TP	Chứng chỉ
Số chứng khoán niêm yết (1 CK)	851	286	562	3
Tỉ trọng (%)	100,00	33,61	66,04	0,35
Tổng khối lượng niêm yết (ngàn CK)	7.504.376,766	6.040.620,9	1.392.346,236	71.409,63
Tỉ trọng (%)	100,00	80,50	18,55	0,95
Tổng giá trị niêm yết (triệu đồng)	200,057,927,86	60.406.208,96	138.937.623,6	714.095,3
Tỉ trọng (%)	100,00	30,19	69,45	0,36

(Nguồn : Tổng hợp từ Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và TTGDCK Hà Nội)

- Về chủ thể tham gia thị trường, hiện nay hệ thống các tổ chức trung gian đã được tạo lập với 87 công ty chứng khoán, 8 NH lưu ký, 30 công ty quản lý quỹ, 1 NH chỉ định thanh toán, 1 TTGDCK, 1 sở giao dịch chứng khoán. Các chủ thể tham gia thị trường ngày càng tích cực và hiệu quả. Thông qua hoạt động của thị trường các công ty chứng khoán, công ty niêm yết tận dụng được những lợi thế mà thị trường đem lại. Từ đó các công ty cải tiến phương thức hoạt động, công khai hóa thông tin, nâng cao chất lượng quản trị công ty, nhờ vậy uy tín và vị thế của các công ty đã dần khẳng định trên thị trường.

- Về cơ chế quản lý, cơ quan quản lý nhà nước đã đảm đương được vai trò hoạch định chính sách, tổ chức, giám sát nhằm đảm bảo TTCK hoạt động ổn định. Các chuẩn mực kế toán, công bố thông tin, quản trị công ty được áp dụng với các công ty niêm yết, các thành viên của thị trường. Việc ban hành Quyết định 528/2005/QĐ-TTg ngày 14/6/2005 về việc phê duyệt danh sách các công ty cổ phần hóa thực hiện bán đấu giá cổ phần, niêm yết, đăng

ký giao dịch tại các TTGDCK đã đẩy mạnh hoạt động đầu giá của TTGDCK và hỗ trợ tích cực hơn cho tiến trình cổ phần hóa. Ngày 27/7/2005, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 189/2005/QĐ-TTg thành lập Trung tâm Lưu ký chứng khoán trực thuộc Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, sự ra đời của Trung tâm tác động rất lớn đến việc hỗ trợ hoạt động giao dịch trên TTCK, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư và các công ty chứng khoán. Thế chế tham gia thị trường từng bước được nới lỏng với dấu ấn đáng ghi nhận là việc ban hành Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg ngày 29/9/2005 về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK, theo đó tỷ lệ nắm giữ tối đa tổng số CP niêm yết, đăng ký giao dịch của các tổ chức, cá nhân nước ngoài trên TTCK Việt Nam được nâng từ 30% lên 49%. Bên cạnh đó, nhà đầu tư nước ngoài cũng được sở hữu tối đa 49% tổng số chứng chỉ quỹ đầu tư niêm yết, đăng ký giao dịch của một quỹ đầu tư chứng khoán, đồng thời không giới hạn tỷ lệ nắm giữ TP lưu hành của tổ chức phát hành. Đây là điểm thay đổi quan trọng thúc đẩy các nhà đầu tư tiềm năng nước ngoài bước đầu tham gia vào TTCK Việt Nam.

- *Về khuôn khổ pháp luật*, Luật Chứng khoán đã được Quốc hội khóa XI thông qua ngày 23/6/2006 và có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2007, đây được xem là sự kiện đáng ghi nhớ nhất trong lịch sử của TTCK Việt Nam. Với việc hình thành nên một trật tự thị trường mới, một khung pháp lý chuẩn làm định hướng cho sự phát triển của các thành phần tham gia thị trường, Luật Chứng khoán với nhiều điểm tích cực sẽ góp phần quan trọng trong việc hoàn thiện hệ thống quản lý, kích thích luân chuyển vốn, phù hợp với giai đoạn khởi động nhằm thúc đẩy nhanh chóng TTCK Việt Nam phát triển.

- *Về công tác đào tạo quảng bá và tuyên truyền*, bước đầu đã được chú trọng, công tác này đóng góp đáng kể vào việc cung cấp kiến thức cơ bản cũng như những hiểu biết về mặt pháp luật về chứng khoán và TTCK cho công chúng. Đồng thời, nó cũng góp phần cung cấp cho thị trường những nhà đầu tư có kiến thức nhất định về chứng khoán và TTCK, tạo ra đội ngũ nhân viên quản lý giao dịch chuyên nghiệp cho các cơ quan quản lý và công ty chứng khoán.

Sự phát triển của TTCK trong những năm vừa qua có thể chưa thuyết phục được sự mong đợi của thị trường và nhất là của giới nghiên cứu, nhưng phải thừa nhận rằng với những kết quả đạt được, đó là sự cố gắng, nỗ lực rất lớn của các cấp, các ngành.

Tóm lại, hệ thống thị trường tài chính Việt Nam tuy có những bước phát triển nhưng vẫn còn thiếu đồng bộ và bất cập cả trên ba phương diện: Cơ sở pháp lý, cơ chế vận hành và năng lực tổ chức giám sát thực hiện. Có thể nói, thị trường tài chính Việt Nam còn tụt hậu so với nhu cầu phát triển, biểu hiện qua các vấn đề như: duy trì những rào cản đối với việc gia nhập của các NH nước ngoài nên 4 NHTM vẫn giữ thế khống chế thị trường; NHNN đôi khi vẫn sử dụng các biện pháp hành chính để điều tiết thị trường tiền tệ; TTCK tuy đã có những bước tiến đáng kể tạo dựng nền móng ban đầu nhưng vẫn còn rất nhỏ bé và chưa trở

thành kênh huy động vốn hữu hiệu như mong muốn, hoạt động giao dịch CP phi chính thức, TTTP vẫn còn rất sơ khai, mang tính tự phát và tiềm ẩn nhiều rủi ro.

2.1.3. Mối liên hệ giữa TTTPDN với TTCP và thị trường tín dụng ở Việt Nam hiện nay:

TTTP (trong đó có TPDN) cùng với TTCP và thị trường tín dụng là ba thành phần quan trọng của thị trường vốn nước ta. Do đó, chúng cũng có những mối liên hệ khá chặt chẽ với nhau. Hiện nay, khi nền kinh tế ngày càng phát triển thì DN rõ ràng không thể tự mình đáp ứng được đầy đủ các nhu cầu về vốn cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Chính vì thế, đa số các DN đều phải huy động những nguồn vốn cần thiết đó từ thị trường vốn.

Ở nước ta, đa số các DN Việt Nam khi cần vốn nếu không huy động được qua kênh phát hành CP mới thì chủ yếu dựa vào nguồn vốn tín dụng do NH cấp và điều đó đã tạo ra áp lực rất lớn cho các NH. NH huy động nguồn vốn ngắn hạn, nhưng lại phải cho vay các khoản trung và dài hạn, tạo ra sự mất cân bằng giữa huy động và cho vay. Đó là chưa nói đến sự lệch pha về kỳ hạn và đồng tiền. Và thực tế đã cho thấy, huy động vốn bằng hình thức phát hành TPDN vừa hạn chế được những khó khăn trên, vừa giúp các DN có được các khoản vốn dài hạn. TPDN thường được công ty phát hành để huy động cho nguồn vốn hoạt động của công ty. Từ đó, có thể thấy rằng khi TTTPDN phát triển ngoài việc giúp các DN dễ dàng huy động được nguồn vốn để hoạt động nó còn giúp giảm áp lực lớn cho thị trường tín dụng Việt Nam, tránh tình trạng lãi suất tăng quá cao. Ngoài ra, nó còn tác động gián tiếp đến các NHTM nâng cao chất lượng dịch vụ, đa dạng hóa các sản phẩm của mình; trong đó có dịch vụ bảo lãnh phát hành TPDN, giúp cho TTTPDN ngày càng phát triển hơn.

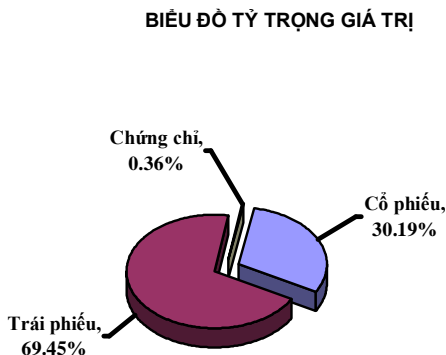
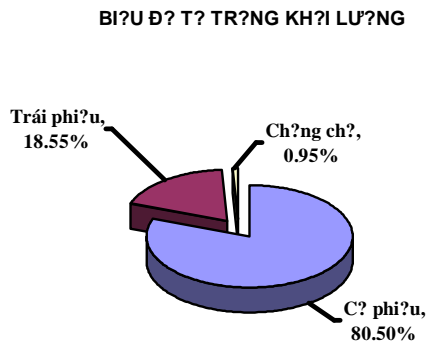
Thông thường nếu chọn phương pháp vay NH, thì công ty sẽ phải chịu mức lãi suất bình quân 11-15% đối với khoản vay có kỳ hạn trên 1 năm. Trong khi kênh huy động vốn bằng phát hành TP, lãi phải trả cho trái chủ lớn nhất chỉ khoảng 10,5%/năm đối với TP coupon có kỳ hạn 5 năm. Hơn nữa, lãi suất trả cho trái chủ hàng năm được tính như một khoản chi phí của DN (trong chi phí thuế), nên DN sẽ giảm được áp lực về chi phí vốn trong quá trình điều hành. Gần đây, Nhà nước khá ưu ái trong việc phát hành TPDN nên chỉ mất khoảng 6 đến 8 tuần DN có thể hoàn tất hồ sơ phát hành. Tuy nhiên, nếu đi vay NH hay phát hành CP, DN sẽ mất nhiều thời gian hơn cho khâu chuẩn bị và xét duyệt hồ sơ. Phát hành TP cho phép DN huy động được lượng vốn lớn. Nếu DN có nhu cầu trên 1.000 tỉ đồng thì họ có thể tiếp cận nguồn vốn từ phát hành TP dễ dàng hơn so với việc đi vay hay phát hành CP.

Đối với DN, việc phát hành TP cũng có nhiều ưu điểm so với phát hành CP. Phát hành TP được nhiều DN lớn lựa chọn bởi nó giảm áp lực cho ban điều hành. Bên cạnh đó, nó cũng giúp các DN giảm chi phí lãi so với việc đi vay và phát hành CP. Nếu huy động vốn

thông qua chào bán CP, DN thường hứa hẹn phải trả tỉ lệ cổ tức khoảng 15%/năm, thậm chí 20%/năm, muốn đảm bảo mức cổ tức này thì lợi nhuận sau thuế của DN tối thiểu 20-25% vốn điều lệ. Mặt khác, phát hành CP thường gây hiệu ứng pha loãng làm giảm thị giá CP, vì vậy huy động vốn thông qua phát hành TP sẽ được nhiều DN lựa chọn như một phương pháp vụn cả đôi đường. Vừa là kênh huy động vốn có chi phí trả lãi thấp, phát hành TP còn mất ít hơn so với thời gian đi vay hoặc phát hành CP.

Tuy rằng tầm cỡ của TTTPDN ở nước ta nhỏ hơn nhiều so với TTCP với tổng số dư của TPDN ít hơn 1/4 số dư cầu CP, nhưng tổng giá trị của những TP mới được phát hành mỗi năm lớn hơn nhiều so với tổng giá trị các CP mới được phát hành. Như vậy, diễn biến của TTTPDN có thể quan trọng hơn nhiều đối với các quyết định về tài chính của một công ty so với diễn biến của TTCP. Những người mua quan trọng đối với các TPDN là các DN bảo hiểm nhân thọ, các quỹ trợ cấp và các hộ gia đình những người cầm giữ tài sản lớn khác.

Hình 2.4: Biểu đồ tỷ trọng khối lượng và giá trị của TTCK Việt Nam (tính đến tháng 04/2008)



(Nguồn : Tổng hợp từ Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và TTGDCK Hà Nội)

Có thể nói, chỉ với TTCP phát triển là không đáp ứng được thực tế khách quan về nhu cầu vốn của các DN phát hành cũng như nhu cầu được đa dạng hóa đầu tư, giảm thiểu rủi ro của các nhà đầu tư trên một TTCK phát triển. Tuy rằng TTCP đã đi trước TTTPDN trên

TTCK Việt Nam, nhưng trong thời gian tới tất yếu TPDN cũng sẽ chiếm được một vị trí không kém phần quan trọng trên TTCK nước ta. TTCK Việt Nam muốn ngày càng hoàn thiện và phát triển thì cần phải có sự phát triển song song giữa TTCP và TTTP.

2.2. Thực trạng hoạt động của TTTPDN ở Việt Nam trong thời gian qua:

2.2.1. Hoạt động phát hành TPDN:

Sau khi Chính phủ ban hành nghị định 120/CP ngày 17/9/1994 về phát hành CP, TP của DNNN, TTTP bắt đầu manh nha hình thành. Tuy nhiên, phải đến năm 1996, TTTPDN mới có những bước đột phá mới, khởi đầu bằng việc Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh (REE) huy động được 5 triệu USD.

Năm 1998, Công ty Cổ phần Công nghệ thông tin EIS huy động được 10 tỷ. Năm 2003, Tổng công ty Dầu khí huy động được 300 tỷ; Tổng công ty Xi măng được 200 tỷ đồng; EVN được 300 tỷ. Việc huy động vốn trên TTTP trong giai đoạn này hầu như chưa phát triển. Các tổ chức phát hành chủ yếu là các tổ chức tín dụng và rất ít các DN phát hành TPDN.

Năm 2006 đánh dấu một bước ngoặt mới cho TTTPDN Việt Nam khi Nghị định 52/2006/NĐ-CP chính thức được ban hành. Theo đó, chủ thể phát hành TP không chỉ là các DNNN như trước đây mà còn có các công ty TNHH, công ty cổ phần và DN có vốn đầu tư nước ngoài với một nguyên tắc chung là các DN phải tự vay, tự trả, tự chịu trách nhiệm và công khai minh bạch thông tin. Từ đó, TTTPDN Việt Nam cũng đã có những chuyển biến tích cực nhưng nhìn chung là vẫn còn trong giai đoạn bắt đầu, chưa thực sự tương xứng với tiềm năng.

Về chủ thể phát hành:

Sau hơn 1 năm thực hiện Nghị định 52, trên TTTP quanh đi quẩn lại cũng chỉ có vài gương mặt cũ tham gia, như: Vinashin, Tổng công ty Thép Việt Nam, Tổng công ty Sông Đà, Tập đoàn Điện lực (ngoài Vinaconex huy động 1.000 tỉ đồng, Vilexim huy động 5 tỉ đồng...).

Gần đây các NHTM cũng tham gia phát hành TP có cả TP chuyển đổi như ACB, SCB, VCB... Tuy nhiên chỉ có những DN, NH có uy tín, làm ăn hiệu quả, có cáo bạch rõ ràng, phương án sử dụng vốn hiệu quả thì mới có thể tham gia phát hành TP được.

Ngày 29/11/2007 vừa qua, công ty Đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam (VEC) công bố phát hành thành công 400 tỷ đồng TP VEC thông qua công ty Chứng khoán Habubank. Đây cũng là một trong những dự án phát hành TP công trình về đường bộ đầu tiên ở Việt Nam của DNNN được Chính phủ bảo lãnh. Theo dự tính, doanh thu từ hoạt động thu phí và các dịch vụ khác sẽ được sử dụng để hoàn trả cả gốc và lãi của TP. Có thể nói, trong bối cảnh TTCK thế giới và Việt Nam khá ảm đạm, việc phát hành thành công 400 tỷ

đồng TP VEC đã cho thấy TP các dự án của VEC đã có được độ tin cậy và hấp dẫn các nhà đầu tư. Đối tượng của đợt phát hành lần này là các tổ chức tài chính, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm. Khối lượng bảo lãnh phát hành lớn, tính thanh khoản của TP VEC trong tương lai sẽ rất tốt và công ty chứng khoán cũng sẽ hỗ trợ các nhà đầu tư thực hiện mua bán lại để tăng tính thanh khoản của TP đó là những đặc điểm của TP này.

Doanh số phát hành:

Nếu như năm 2006, TPDN đã phát hành trên có giá trị trên 7.000 tỷ đồng trong đó EVN là 5.000 tỷ đồng, Vinashin là 800 tỷ đồng, Sông Đà là 300 tỷ đồng... thì đến tháng 7/2007, TPDN của các DN đã phát triển mạnh mẽ cả về số lượng DN phát hành và giá trị phát hành: Vinashin: 3.000 tỷ đồng, Lilama: 1.500 tỷ đồng, Vinaconex: 1.000 tỷ đồng, Tổng công ty Thép: 400 tỷ đồng, Vilexim: 5 tỷ đồng ... Tổng doanh số phát hành TP từ năm 2003 đến tháng 5 năm 2008 đạt 24.105,4 tỷ VND. Trong đó, Vinashin và EVN là hai DN phát hành nhiều nhất. Còn các tổng công ty khác chỉ chiếm dưới 10% trong tổng vốn huy động. Điều này hoàn toàn phù hợp với nhu cầu đầu tư vốn lớn của 2 tổng công ty này. Đây đồng thời cũng là hai TPDN hấp dẫn nhất trên thị trường hiện nay. Vinashin huy động vốn cho các dự án đóng tàu siêu trường siêu trọng với mục đích trở thành tập đoàn đóng tàu xuất khẩu hàng đầu của Việt nam. EVN cũng phát hành TP đầu tư xây dựng các nhà máy thủy điện để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng gia tăng như hiện nay. EVN cũng đang chiến lược sẽ phát hành 300 triệu đến 500 triệu USD TP quốc tế và tiến tới được xếp hạng TP theo chuẩn mực quốc tế.

Mặc dù tăng trưởng khá nhanh như vậy, song so với lượng vốn vay NH thông qua kênh tín dụng NH của các DN thì vẫn là con số khiêm tốn. Từ năm 2002 đến năm 2005, tốc độ tăng trưởng tín dụng NH đạt trung bình sấp xỉ 25%, song từ năm 2006 đến năm 2007, có xu hướng sụt giảm khá mạnh, trung bình khoảng 15% mỗi năm. Sự phát triển mạnh mẽ của TTCK trong thời gian này có thể là nguyên nhân chính dẫn đến sự chuyển hướng của các DN, từ việc vay vốn NH sang việc phát hành CP để hường thặng dư vốn.

Kỳ hạn:

Hầu hết các TP được phát hành đều có kỳ hạn dài, ngắn nhất là 2 năm, dài nhất là 10 năm. TP EVN hầu hết đều có kỳ hạn 10 năm, đầu tư vào các công trình thủy điện, cải tạo mạng lưới điện quốc gia. TP Vinaconex và Lilama phát hành thường có kỳ hạn 5 năm. Để khuyến khích các nhà đầu tư, Vinaconex phát hành TP kèm theo chứng quyền (warrant) là quyền mua CP của Nhà máy xi măng Cẩm Phả với mức giá ưu đãi. Trong một thị trường tài chính phát triển, TP thường có thời hạn từ trên 20 năm cho đến 30 năm. Các NH thường hạn chế trong việc cho vay các khoản vay dài hạn như thế vì rủi ro cao. Tuy nhiên, ở Việt Nam, trong điều kiện lạm phát cao, môi trường chính sách không đảm bảo và do tác động khá nhạy cảm của các biến động kinh tế quốc tế đã gây nên tâm lý thiếu tin tưởng của các nhà đầu tư khi đầu tư vào một loại TP có thời hạn quá dài.

Lãi suất:

Tất cả các TP đều trả lãi sau, với phương thức trả lãi hàng năm (coupon), lãi suất cố định. Riêng Tổng công ty Sông Đà và EVN phát hành TP có lãi suất thả nổi, được điều chỉnh căn cứ vào lãi suất TPCP hoặc lãi suất trên thị trường tiền tệ liên NH. Về cơ bản, lãi suất TPDN đều cao hơn lãi suất đầu thầu TPCP.

So sánh với lãi vay NH, có thể thấy lãi suất này vẫn thấp hơn so với lãi suất vay NH (trung bình 15%-21%/năm). Thực ra, đây chỉ là lãi suất danh nghĩa, không phải lãi suất thực, trong bối cảnh lạm phát tăng, lãi suất thực có xu hướng xuống dưới mức 0%. Điều này có thể giải thích tại sao các nhà đầu tư tỏ ra thờ ơ với việc đầu tư vào TP. Ngoài lãi vay, các DN phát hành còn phải trả một khoản phí hay hoa hồng cho các dịch vụ tư vấn bảo lãnh phát hành và bảo hành thanh toán, gọi là chi phí phát hành. Chi phí này có thể tăng lên rất cao, phụ thuộc vào khả năng trả nợ của DN phát hành, nó có thể làm tăng lãi suất thực lên tới 12% hay 13% hàng năm. Khả năng trả nợ càng thấp, chi phí phát hành càng cao. Đây cũng là một trong những rào cản chính đối với việc phát hành TP của các DN nhỏ và vừa ở Việt nam hiện nay.

So sánh với lãi suất TPCP cùng kỳ hạn, có thể thấy, lãi suất TP của các DN phát hành có xu hướng biến động cùng chiều (Bảng 2). Khoảng chênh lệch giữa lãi suất TPCP và lãi suất DN khoảng 2,5% đến 3%, phản ánh mức chênh lệch rủi ro của hai TP này. Trên thực tế, còn tùy thuộc vào từng thời điểm phát hành và kỳ hạn của từng loại TP, mà mức chênh lệch này có thực sự phản ánh rủi ro của hai loại TP này hay không. Ví dụ, năm 2005, khi Vinashin phát hành TP, kỳ hạn 5 năm, lúc đó, lãi suất TPCP cùng kỳ hạn là 8,5%, nhưng lãi suất TP của Vinashin “không được phép” cao hơn lãi suất TPCP (8,4%/năm). Để tăng tính hấp dẫn của TP, Vinashin đã thay đổi hình thức trả lãi thành trả lãi trước, dẫn đến lãi suất thực của TP xấp xỉ 8,9%.

Bảng 2.2. So sánh lãi suất TPCP và TPDN cùng kỳ hạn

Kỳ hạn	2 năm	3 năm	5 năm	7 năm	10 năm	15 năm
TPCP, lãi suất giao dịch gần nhất (%/năm)	7,3	7,67	7,9	8,2	8,7	8,85
TPCP vừa phát hành (%/năm)	7,2	7,35	7,86	NA	NA	8,4
Lãi suất chuẩn Bloomberg	7,475	7,679	7,921	8,217	8,461	8,792
TPDN	9,6	8,5 - 9,3	9,6 - 10	NA	9,7	NA

(Nguồn: www.ssi.com.vn (Otc- 2007) và tính toán)

Phương thức bảo lãnh:

Hầu hết các công ty đều phát hành TP thông qua một tổ chức làm đại lý phát hành. Đại lý phát hành được lựa chọn đảm nhận cung cấp dịch vụ tư vấn phát hành bao gồm bảo lãnh, phát hành và thanh toán theo lãi suất coupon hay theo mệnh giá. Các công ty chứng khoán là

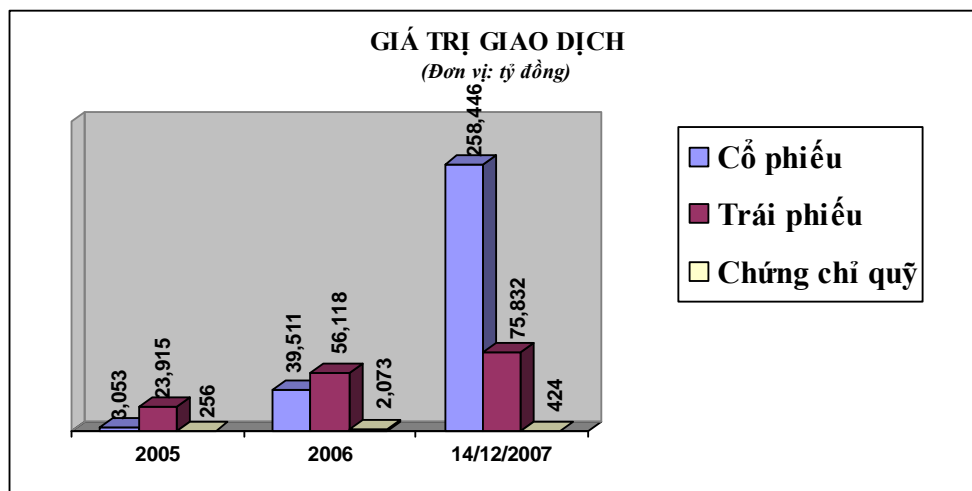
những thành viên chính trên thị trường này, bên cạnh các NH cổ phần, các công ty bảo hiểm hay kiểm toán. Với những lợi thế về thông tin và đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, họ là những nhà cung cấp chính của dịch vụ này. Hiện tại, dịch vụ tư vấn bảo lãnh phát hành vẫn là một trong những dịch vụ còn khá non trẻ ở các công ty chứng khoán, tỷ trọng doanh thu từ dịch vụ này chỉ chiếm khoảng từ 5% đến 10% trong tổng doanh thu từ dịch vụ tư vấn. Các công ty chứng khoán thuộc NH thường tận dụng hệ thống mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch trên toàn quốc để làm đại lý phát hành cho DN, nếu không, các công ty không thể bán TP với khối lượng lớn.

Nhìn chung, tuy TTTPDN Việt Nam đã có những chuyển biến tích cực nhưng vẫn bị đánh giá là hầu như chưa phát triển và còn khá non trẻ.

2.2.2. Tình hình giao dịch TPDN trên thị trường:

Hiện nay, ở nước ta vẫn chưa có một TTTP riêng biệt, cơ cấu TPDN trong TTTP Việt Nam còn rất khiêm tốn (chỉ chừng 11%, trong số đó chủ yếu là các tổng công ty lớn như Vinaconex, EVN, Vinashin, Sông Đà...), TP chính quyền địa phương chiếm khoảng 10% trong khi TPCP chiếm đa số (80-83%), dư nợ TPDN/GDP mới chiếm khoảng hơn 2%. Các nhà đầu tư chủ yếu “mua” và “giữ” TP tới khi đáo hạn. Các dịch vụ liên quan nhằm hỗ trợ TTTP hầu như chưa có: dịch vụ ĐMTN, dịch vụ định giá TP, dịch vụ lưu ký... Một số chuẩn mực kế toán quốc tế quan trọng như chuẩn mực IAS 32 và IAS 39 chưa được ban hành. Chính vì thế, dù cho đến nay tuy thị trường phát hành TP đã bước đầu có những phát triển nhưng tình hình giao dịch TP trên TTCK vẫn còn khá ảm đạm, chưa tương xứng với giá trị TP đang niêm yết.

Hình 2.5: Biểu đồ giá trị giao dịch CP, TP, chứng chỉ quỹ



(Nguồn: Thời báo Kinh tế Việt Nam)

Một trong những vấn đề mà TTTP nói chung và TPDN nói riêng cần được khắc phục là việc các sản phẩm TP còn rất khiêm tốn, có rất ít sự lựa chọn cho nhà đầu tư khi tham gia vào TTTPDN ở Việt Nam.

Các thành viên của TTTP bao gồm các NHTM, các công ty chứng khoán, bảo hiểm, các quỹ đầu tư, các công ty tài chính và các tổ chức tài chính trung gian khác. Tuy nhiên, các nhà tạo lập thị trường có tiềm lực nhất vẫn là các NHTM và các công ty chứng khoán. Đứng đầu là các nhà đầu tư lớn trên thị trường phát hành và mua bán TP. Họ có thể là những nhà tạo lập thị trường cũng như người môi giới hay bảo lãnh. Tính cho đến thời điểm này ở Việt Nam mới chỉ có Vietcombank và Viettinbank hoạt động như những công ty môi giới và bảo lãnh TP chuyên nghiệp. Hai NHTM thuộc sở hữu nhà nước khác là VBARD và BIDV, một số NH cổ phần và NH nước ngoài như CitiBank, HSBC, Deutsch Bank, Standard Chartered Banks cũng đang ở bước đầu thực hiện hoạt động này.

Do đó, trong thời điểm hiện nay, việc đưa ra các biện pháp nhằm nâng cao tính thanh khoản cho TPDN là một vấn đề cần được tập trung nghiên cứu để có thể đẩy mạnh hợp tác khu vực và quốc tế trong việc phát triển TTTP nói chung.

2.3. Những hạn chế và nguyên nhân của những hạn chế của TTTPDN ở Việt Nam:

Từ tình hình thực tế TPDN cho thấy để TTTPDN phát triển trước hết cần có nguồn cung TP dồi dào và đa dạng, muốn vậy việc phát hành TPDN phải được diễn ra thuận lợi, dễ dàng, thông thoáng. Tuy nhiên, dưới góc nhìn của DN, việc phát hành TP hiện còn những bất cập như sau:

2.3.1. Khung pháp lý chưa được xây dựng hoàn chỉnh:

Hoạt động của TTTPDN nói riêng và TTCK nói chung cần phải diễn ra trong một khuôn khổ pháp lý hoàn chỉnh, được xây dựng trên nguyên tắc đảm bảo sự công bằng cho tất cả các đối tượng tham gia, ngăn chặn những hành vi gian lận, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư. Thực tế hiện nay, hoạt động phát hành TP của mỗi nhóm DN được dựa trên cơ sở pháp lý khác nhau và chịu sự quản lý của các cơ quan quản lý khác nhau như Bộ tài chính (đối với các DNNN), Ủy ban nhân dân tỉnh/thành phố (đối với các DN phát hành theo quy định của Luật DN), NHNN (đối với các tổ chức tín dụng) và Ủy ban chứng khoán (đối với việc phát hành TP ra công chúng).

Mặt khác, luật pháp ở Việt Nam về chứng khoán và TTCK vẫn chưa có sự thống nhất và đầy đủ. Tình trạng phổ biến không chỉ tồn tại trong lĩnh vực chứng khoán mà trong cả nhiều lĩnh vực khác là các văn bản pháp quy còn chồng chéo, thậm chí là có những điểm mâu thuẫn. Ngoài ra, các đợt phát hành TP hiện nay được phê duyệt căn cứ theo năng lực của tổ chức phát hành nhưng lại không có quy định rõ ràng về tiêu chí để xác định năng lực trong các văn bản pháp luật, dẫn đến các tổ chức phát hành và các cơ quan phê duyệt tốn rất nhiều

thời gian trong việc đàm phán, và vì thế đã không khuyến khích các tổ chức phát hành tiềm năng huy động vốn qua kênh phát hành TP.

Hiện nay, Luật chứng khoán đã được Quốc hội khóa XI thông qua ngày 29/6/2006 và có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/2007. Tuy nhiên, do thủ tục còn rườm rà nên chưa thực sự thúc đẩy TTTPDN phát triển đúng như tiềm năng vốn có của nó.

Có thể thấy rằng, hệ thống văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động của TTTPDN còn chưa hoàn chỉnh, vì lẽ đó TTTP sơ cấp kém phát triển, dẫn đến thiếu “hàng hóa” cho thị trường thứ cấp vận hành. Đặc biệt là nguồn cung TP có chất lượng bị hạn chế do bởi đại đa số các DN Việt Nam có quy mô vừa và nhỏ, ít có danh tiếng nên phương thức huy động vốn nợ thích hợp và hiệu quả hơn cả đi vay NH, phát hành TP trên thị trường có thể đòi hỏi chi phí rất lớn và khả năng thành công không cao do các nhà đầu tư hầu như không hiểu biết nhiều về các công ty vừa và nhỏ nên họ khó đặt lòng tin cùng với số vốn của mình vào nhóm đối tượng này.

2.3.2. Cơ sở hạ tầng của TTTP còn kém phát triển:

Do bởi, TTTPDN nói riêng và TTTP nói chung là một bộ phận của thị trường vốn mà TTCK là chủ đạo. Tuy nhiên, TTCK Việt Nam phải đến năm 2000 mới hình thành, do quá trình cải cách tài chính và cổ phần hóa diễn ra quá chậm chạp nên không thể tạo nổi lượng “hàng hóa” cho thị trường hoạt động.

Nhưng ở thời điểm hiện tại, sự thiếu hoàn thiện về mặt cơ sở hạ tầng của TTTP thể hiện ở sự thiếu vắng hệ thống đấu giá cạnh tranh, hệ thống giao dịch thị trường sẵn sàng cung cấp các thông tin về giá và khối lượng theo thời gian thực, hệ thống thanh toán bù trừ tiên tiến đối với các giao dịch TP, thiếu các tổ chức ĐMTN ... Ta thấy, việc hình thành và phát triển các tổ chức cung cấp dịch vụ cho TTTP như tổ chức ĐMTN, định giá TP... là hết sức cần thiết. Đây là điều kiện hết sức quan trọng để các nhà đầu tư có thể quyết định khi đầu tư vào TP của một DN nào đó. Họ cần phải biết được mức độ rủi ro mình phải gánh chịu để có thể đòi hỏi một lợi suất hợp lý đối với TP. Nhưng ở nước ta hiện nay, vẫn chưa có những tổ chức chuyên nghiệp như vậy. Đó chính là một trong những một lý do khiến cho TTTP Việt Nam hiện nay vẫn chưa có tính thanh khoản cao, các nhà đầu tư còn rất dè dặt khi tham gia vào thị trường mới mẻ này. Đây có thể là một trong những nguyên nhân chính khiến TTTP chưa thực sự phát triển.

Một nguyên tắc cơ bản là muốn thị trường sơ cấp sôi động thì thị trường thứ cấp phải được tổ chức một cách công khai, minh bạch, nhằm tạo tính thanh khoản cho TP và là nơi xác định mức lãi suất hợp lý cho thị trường sơ cấp. Thế nhưng, từ trước đến nay cơ quan quản lý chỉ dành sự quan tâm phát triển thị trường thứ cấp cho CP, còn thị trường thứ cấp cho TP vẫn hầu như bỏ ngõ, các giao dịch trên thị trường này diễn ra đơn lẻ và rất rời rạc.

Việc sử dụng hệ thống giao dịch chung cho cả TP và CP sẽ cản trở sự phát triển của thị trường thứ cấp khi ngày càng có nhiều tổ chức khác nhau tham gia thị trường, vì các giao dịch CP và TP có nhiều đặc điểm rất khác nhau.

Mặt khác, hình thức đấu thầu TP hiện mang lại cho nền kinh tế nhiều lợi ích thiết thực, giúp chủ thể phát hành huy động được số lượng tiền lớn với chi phí thấp (do cạnh tranh lãi suất) nhưng có một thực tế hiện nay là các tổ chức tài chính mạnh như Vietcombank, Viettinbank, BIDV... (vừa là thành viên đấu thầu vừa là thành viên bảo lãnh) thích chọn bảo lãnh TP hơn là tham gia đấu thầu, vì nếu bảo lãnh phát hành họ sẽ không phải cạnh tranh lãi suất với các tổ chức khác như là tham gia đấu thầu TP, và nếu nhận bảo lãnh phát hành, các tổ chức này sẽ thu được phí bảo lãnh trong khi tham gia đấu thầu thì khoản phí này sẽ do TTGDCK thu. Theo quy định của Bộ Tài chính, phí bảo lãnh và phí đấu thầu TPCP là bằng nhau và bằng 0,15% tính trên số TP bán được. Do đó, nếu cơ hội mua cùng lượng TP cho các tổ chức tài chính lớn là như nhau thì họ sẽ chọn hình thức bảo lãnh để hưởng phí, chứ không tham gia đấu thầu.

Bên cạnh đó, quy định về công bố thông tin dù có được đề cập trong các văn bản hướng dẫn phát hành TPDN, nhưng hầu hết các DN thực hiện quy định này theo kiểu đối phó, chưa thực sự công khai minh bạch, thậm chí thông tin về nhà phát hành từ các nguồn chính thức khác nhau thường không đầy đủ và thiếu nhất quán. Việc công bố thông tin về tổ chức phát hành ví như người bán hàng giới thiệu sản phẩm của mình, giúp người mua có thể hiểu rõ và cân nhắc khi quyết định đầu tư. Nhưng thực tế hiện nay, dù không có bản cáo bạch, những đợt phát hành TPDN thời gian qua vẫn bán được hết mà người mua phần lớn là các NHTM. Kết quả đó là do khối lượng của mỗi đợt phát hành không lớn, trong khi tổ chức phát hành lại chính là khách hàng của NH nên NH hiểu rõ về nhà phát hành hơn các nhà đầu tư khác, nếu một đợt phát hành chỉ có NH mua thôi thì TP đó sẽ không có khác biệt gì nhiều so với một khoản vay NH thông thường.

Có thể nhận định, nhiều nhà đầu tư như các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, công ty tài chính... hiện đang hướng sự quan tâm đến TPDN nhưng do thiếu thông tin nên họ luôn ở thế bị động, dẫn đến dù muốn nhưng không thể liều lĩnh để đầu tư vào TPDN. Điều đó cho thấy rằng, cầu về TPDN không nhỏ nhưng các DN đã chưa mạnh dạn khai thác thị trường này.

Song song với vấn đề công bố thông tin, việc ĐMTN là đánh giá về khả năng một tổ chức phát hành thực hiện thanh toán đúng hạn một nghĩa vụ tài chính, tổ chức ĐMTN là một tổ chức đánh giá trung gian, độc lập, chuyên cung cấp quan điểm của họ về độ tín thác của một DN trong nghĩa vụ thanh toán tài chính. Đối với DN, nếu được tổ chức có uy tín đánh giá ĐMTN cao thì khi phát hành TPDN sẽ huy động được vốn với số lượng lớn và chi phí thấp. Mặc dù Luật DN và các văn bản pháp luật hiện hành cho phép thành lập các tổ

chức ĐMTN, thủ tục thành lập cũng rất đơn giản, nhưng để các tổ chức này thực sự phát huy vai trò của nó là công việc không đơn giản. Với vai trò là các cơ quan nhà nước tạo lập khuôn khổ pháp lý và môi trường hoạt động cho tổ chức ĐMTN, Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, NHNN cũng khó đứng ra trực tiếp thành lập loại hình DN này. Thêm nữa, các tổ chức ĐMTN cũng đòi hỏi yêu cầu cao về tính độc lập, chuyên nghiệp, về quản trị DN... và những điều kiện khác mà Việt Nam còn thiếu và yếu.

Ngoài ra, các đối tượng tham gia trên TTTP còn rất hạn chế, các nhà đầu tư mua TP chủ yếu là nhằm mục đích đầu tư dài hạn nên ít có nhu cầu bán lại TP. Tuy nhiên, khi có nhu cầu bán lại TP thì các nhà đầu tư lại gặp khó khăn do thị trường thiếu các nhà tạo lập thị trường sẵn sàng mua lại TP với giá hợp lý. Vai trò của nhà bảo lãnh phát hành cũng hết sức quan trọng đối với việc phát hành TP do các nhà bảo lãnh vừa đóng vai trò là người tư vấn, vừa phối hợp với tổ chức phát hành chuẩn bị cho việc phát hành TP thành công. Thực tế thời gian qua, các công ty chứng khoán thường đóng vai trò của nhà tạo lập thị trường, nhà bảo lãnh phát hành nên đã không phát huy tốt chức năng cần thiết, do các công ty chứng khoán Việt Nam mới đi vào hoạt động, còn hạn chế về kinh nghiệm quản lý vốn, hơn nữa một số cơ chế liên quan cũng chưa thực sự tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty này thực hiện tốt vai trò nhà tạo lập thị trường, vai trò nhà bảo lãnh phát hành TPDN cũng chưa rõ nét.

2.3.3. Chưa có đường cong lãi suất chuẩn:

Ở các nền kinh tế phát triển, các chứng khoán cơ sở trên TTTP thường là những chứng khoán nợ của chính phủ được giao dịch tích cực nhất với thời gian đáo hạn rất đa dạng, từ loại đáo hạn sau 5 năm đến những TP có thời hạn 10 năm, 20 năm hay thậm chí là 30 năm. Đây là những chứng khoán nợ được xếp hạng tín nhiệm cao nhất trong số các loại chứng khoán nợ được phát hành ở nước đó, chúng đều có tính thanh khoản cao, các thủ tục phát hành hiệu quả và minh bạch. Giá giao dịch thực tế của các chứng khoán này được sử dụng để tính mức lợi suất TP, các mức lợi suất này được dùng để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, làm cơ sở xác định giá trên thị trường sơ cấp cũng như trên thị trường thứ cấp đối với các TP có cùng thời gian đáo hạn.

Thực tế sau hơn 7 năm kể từ khi TTCK Việt Nam chính thức đi vào hoạt động, đến nay TPCP đã được phát hành đều đặn mỗi tháng với kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và được thực hiện qua các kênh : đấu thầu, bảo lãnh, bán lẻ.

Tuy nhiên, tình hình giao dịch TP ở thị trường thứ cấp chưa thực sự sôi động, TTTPCP chưa phát huy được vai trò làm chuẩn cho TTTPDN, do vậy chưa có nền tảng cơ bản về lãi suất để các DN có cơ sở xác định lãi suất khi phát hành TPDN.

2.3.4. Nhận thức về chứng khoán của DN và nhà đầu tư còn hạn chế:

Các DN Việt Nam vẫn chưa nhận thức hết ưu điểm và tầm quan trọng của phương thức huy động vốn thông qua phát hành TP. Thực tế này ngoài nguyên nhân do những hiểu biết còn hạn chế về TTCK và các công cụ huy động vốn trên thị trường này, còn do lãi suất trả cho việc đi vay bằng TP cao hơn lãi vay NH, nhất là còn có những DNNN được hưởng ưu đãi trong việc vay vốn NH hoặc vay các nguồn khác, cụ thể như được vay với lãi suất rất thấp, không cần tài sản thế chấp nên không muốn phát hành TP để gánh một mức chi phí cao hơn.

Bên cạnh đó, trình độ quản lý yếu kém, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của DN không ổn định cũng gây tâm lý ngại huy động vốn bằng phát hành TP, vì khi huy động vốn nợ bằng kênh này, DN phải có kỹ năng quản lý luồng tiền tốt, nghĩa là phải duy trì luồng tiền đều đặn hàng năm để trả lãi cho các trái chủ. Điều này cũng đòi hỏi lợi nhuận trung bình hàng năm của các DN phải đều, đây là một vấn đề không phải DN nào cũng có khả năng thực hiện được.

Ngoài ra, các tổ chức chuyên nghiệp hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán chưa phát triển, thiếu đội ngũ các nhà tạo lập thị trường, DN phát hành chưa được hưởng dịch vụ do những tổ chức này cung cấp, chưa có niềm tin về hiệu quả của đợt phát hành... Với những lý do nêu trên, DN thực sự chưa mặn mà với việc phát hành TP, kết quả là hạn chế nguồn cung TPDN trên thị trường sơ cấp đồng thời khan hiếm hàng hóa để thị trường thứ cấp vận hành.

Về phía dân chúng, thói quen phổ biến trong nhiều năm là gửi tiền tiết kiệm vừa hưởng lãi vừa được đảm bảo an toàn, hoặc mua vàng mua ngoại tệ cất giữ. Việc đầu tư vào các công cụ trên TTCK còn khá mới mẻ, tâm lý ngại rủi ro do thiếu hiểu biết. Bên cạnh đó, một quan niệm thường thấy ở những người sở hữu TP, cho dù là TPCP hay TPDN, đều coi TP như một phương thức tiết kiệm hơn là công cụ đầu tư nên thường nắm giữ TP đến khi đáo hạn để được hưởng tiền lãi định kỳ và cuối cùng nhận lại khoản vốn gốc ban đầu. Điều này làm hạn chế các giao dịch mua, bán lại, hay nói cách khác là làm cho thị trường thứ cấp rơi vào tình trạng đóng băng.

*Chúng ta cũng có thể thấy được hai lý do khiến cho trong khi TTCP phát triển mạnh mẽ như vậy mà TTPDN lại gần như mới dừng lại ở các giao dịch sơ cấp, chưa có các giao dịch thứ cấp, đó là: **thứ nhất**, TP có lãi suất cố định, giá TP ít biến động nên các nhà đầu tư cá nhân không thấy hấp dẫn khi nắm giữ TP, mà họ sẽ đầu tư vào CP, do vậy, việc mua đi bán lại các TP sẽ không “nhộn nhịp” như CP; **thứ hai**, các nhà đầu tư tổ chức là các tổ chức như NH, các công ty bảo hiểm hay các DN lớn. Họ nắm giữ TP nhằm mục đích quản lý tính thanh khoản chứ không phải nhằm mục đích lợi nhuận. Do vậy, họ ưa thích nắm giữ TPCP hơn là các TPDN. Chính vì thế, các giao dịch thứ cấp TPDN rất ít, mà chủ yếu là TPCP. Đặc*

biệt, đối với các TPDN chưa niêm yết chính thức trên sàn thì các nhà đầu tư nắm giữ cho đến ngày mãn hạn như là khoản cho vay đối với DN.

Kết luận chương 2

Trong thời gian qua, nền kinh tế nước ta đã có nhiều khởi sắc. Đặc biệt sau khi trở thành thành viên chính thức của Tổ chức thương mại thế giới WTO thế và lực của nước ta ngày một được nâng cao. Nguồn vốn đầu tư vào nước ta ngày càng nhiều. Hòa chung vào sự phát triển đó, TTCK nói chung và TTTPDN nói riêng cũng đã có những bước tiến quan trọng.

Tuy nhiên, bên cạnh những thành tựu đạt được chúng ta cũng cần nhìn nhận một thực tế là TTTPDN ở Việt Nam còn kém phát triển. Có thể lý giải cho sự yếu kém này ngoài những nguyên nhân do khung pháp lý chưa được xây dựng hoàn chỉnh, cơ sở hạ tầng cho TTTP còn hạn chế, chưa có nền tảng lãi suất chuẩn, còn có nguyên nhân từ nhận thức tư tưởng, kiến thức quản trị kém, tâm lý e ngại, sợ rủi ro khi thay đổi hình thức huy động vốn của một số DN, đặc biệt là khối DNNN do họ còn được bao cấp nên dễ dàng vay vốn tín dụng với giá rẻ, hơn nữa họ còn bị chi phối bởi cơ quan chủ quản các cấp nên không phát huy tính chủ động sáng tạo trong thời kỳ đổi mới.

Ở thời điểm hiện tại, TTCK tuy đã có bước khởi sắc và ngày càng sôi động, chủ trương cổ phần hóa DNNN đang được đẩy mạnh, tạo điều kiện thuận lợi để TTTPDN vận động. Mặc dù vậy, vẫn cần phải có những giải pháp hoàn thiện và thúc đẩy TTTPDN phát triển phù hợp với mục tiêu chiến lược của nền kinh tế Việt Nam.

CHƯƠNG 3:

GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN HIỆU QUẢ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

3.1. Triển vọng và thách thức của TTTPDN Việt Nam trong thời gian tới:

3.1.1. Xu hướng phát triển của thị trường tài chính:

Trong khi thế giới coi TPDN là kênh huy động vốn hữu hiệu thì DN Việt Nam vẫn chọn cách hút vốn truyền thống là vay vốn tín dụng NH hoặc vốn ưu đãi của Nhà nước. Hiện nay, phát hành TP được các DN nước ngoài sử dụng là kênh huy động vốn hiệu quả bên cạnh việc phát hành CP. Đây cũng là xu hướng chung phổ biến của các nền kinh tế phát triển trên thế giới. Tuy nhiên, tại thị trường Việt Nam, kênh huy động vốn này lại chỉ được Chính phủ và một số DN có quy mô vốn lớn sử dụng.

Trong những năm vừa qua, đặc biệt là sau khi gia nhập WTO nền kinh tế Việt Nam liên tục tăng trưởng ở tốc độ cao, mức tăng bình quân 8%-8,5%/năm. Để duy trì tốc độ tăng trưởng cao và đạt được những mục tiêu đề ra đòi hỏi một nguồn vốn lớn để đầu tư vào nền kinh tế. Các DN đang “hăm hở” với huy động vốn qua TTCK. Thế nhưng, trong bối cảnh TTCK đang chìm sâu trong mây tháng gần đây, vay vốn NH trở nên khó khăn với DN. Đơn cử, có thể ví ba hình thức huy động vốn: phát hành TP, phát hành CP và vay NH như là 3 cánh cửa của một tòa nhà. Khi 2 cánh cửa kia “đóng lại” thì chúng ta chỉ còn 1 con đường duy nhất. Cho nên, việc thúc đẩy sự phát triển của TTTP đang “ngủ yên” là xu hướng tất yếu của thị trường tài chính Việt Nam trong thời gian sắp tới.

Thông qua phương thức huy động vốn này DN sẽ huy động được nguồn vốn trực tiếp trên thị trường tài chính và đa dạng hóa cơ cấu vay của DN. Và nó sẽ trở thành một trong những kênh huy động vốn quan trọng và tiềm năng trong tương lai đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ cho sự phát triển của nền kinh tế đồng thời sẽ làm giảm áp lực phải cung ứng vốn trung dài hạn của hệ thống NHTM.

Tuy nhiên, để đảm bảo một nền kinh tế phát triển bền vững, chúng ta không nên quá tập trung vào một hình thức huy động duy nhất mà phải bảo đảm sự cân đối, hài hòa giữa các nguồn huy động. Bởi lẽ, sự kết hợp giữa 3 hình thức huy động kể trên giống như một cái kiềng ba chân. Nếu một trong ba chân của cái kiềng bị “quá tải” hay tổn thương thì nó sẽ không đứng vững được. Điều này giúp chúng ta liên tưởng một cách sinh động đến thị trường tài chính của nước ta trong thời gian vừa qua.

Nhu cầu phát triển xã hội ngày càng cao, nền kinh tế thị trường ngày càng phát triển tất yếu sẽ kéo theo sự phát triển của TTTP cả về quy mô và chất lượng; ngược lại khi TTTP phát triển sẽ tác động trở lại góp phần giúp cho nền kinh tế phát triển ổn định, đây là mối

quan hệ tác động qua lại và mang tính hỗ tương. Thực tế này đã được kiểm chứng ở hầu hết các nền kinh tế trên thế giới, trong các giai đoạn phục hồi kinh tế sau chiến tranh thế giới hay ở những giai đoạn kinh tế phát triển.

Tóm lại, sự phát triển của TTTP Việt Nam trong thời gian qua còn khá khiêm tốn, nhưng với xu thế hội nhập nền kinh tế toàn cầu, với xu hướng phát triển của nền kinh tế Việt Nam, với nhu cầu vốn - đặc biệt là vốn trung dài hạn – cho sự phát triển, với những thay đổi và hoàn thiện dần trong chính sách kinh tế vĩ mô của Chính phủ, chúng ta hoàn toàn có cơ sở để tin tưởng vào sự phát triển tất yếu của TTTP nói chung và TPDN nói riêng. Hiện nay, việc một số công ty phát hành TP như BIDV, EVN, Vinaconex... Đã mở ra một bước phát triển mới của TTTP thể hiện xu hướng hòa nhập của Việt Nam theo hướng phát triển chung của nền kinh tế hiện đại.

3.1.2. Triển vọng phát triển TTTPDN ở Việt Nam -“Một kênh huy động vốn đầy hứa hẹn”:

Theo lộ trình cam kết gia nhập WTO, thị trường tài chính Việt Nam đang dần có những chuyển biến tích cực. Hiện nay, có rất nhiều công ty đang hoạt động cũng như vô số công ty sắp được hình thành nên có nhu cầu nguồn vốn rất lớn để thực hiện các dự án, tăng cường năng lực đầu tư, khi đó DN chắc chắn phải tính đến phương án tăng vốn thông qua một kênh nào đó. Hiện tại, các nguồn vốn này chủ yếu thông qua NH và gần đây nhất là TTCP. Nhưng trong tương lai, TTTP sẽ là thị trường công cụ nợ phát triển để đáp ứng nhu cầu nguồn vốn và đa dạng hóa hình thức vốn của DN. Quá trình cổ phần hóa đang diễn ra một cách mạnh mẽ góp phần thúc đẩy việc phát hành và niêm yết chứng khoán trên thị trường làm tăng nguồn cung chứng khoán trên thị trường trong đó có cả CP và TPDN giúp cho TTTP ngày một hấp dẫn hơn.

Vừa qua TTCK Việt Nam có nhiều biến động lớn khiến thị trường lao dốc mạnh. Tuy nhiên đây chỉ là giai đoạn điều chỉnh của TTCK sau nhiều đợt “sốt”. Như theo nhận định của một số chuyên gia, cụ thể theo nhận định của ông **Sammy Ho, Tổng giám đốc Euro Events** thì Việt Nam vẫn là một điểm đến của giới đầu tư: “Theo nhiều người mà tôi đã nói chuyện thì mặc dù thị trường tài chính Việt Nam năm qua có sự biến động mạnh, song họ vẫn có cái nhìn tích cực về thị trường Việt Nam. Nhiều nhà đầu tư cho rằng, sự điều chỉnh của TTCK Việt Nam trong năm 2007 là tất yếu và lành mạnh. Sự điều chỉnh này có thể nói là hữu ích cho sự phát triển dài hạn của thị trường tài chính Việt Nam trong tương lai. Chính vì vậy, họ sẵn sàng tham gia đầu tư, gia tăng đầu tư vào TTCK Việt Nam khi điều kiện cho phép”. Nếu đúng như nhận định này cộng với các điều kiện vĩ mô thuận lợi, cùng với sự lạc quan tin tưởng vào TTCK Việt Nam của các nhà đầu tư, kể cả nhà đầu tư nước ngoài. Đây

sẽ là cơ hội thuận lợi để TTCK nói chung và TTTP nói riêng phát huy vai trò của mình và phát triển ngày càng bền vững cả chiều rộng và chiều sâu.

Như đã phân tích như trên, TTCK Việt Nam đang trải qua một giai đoạn điều chỉnh lớn. Tuy nhiên, điều đó cũng đã khiến cho các nhà đầu tư chú ý nhiều hơn đến TP trong quá trình tìm kiếm danh mục đầu tư an toàn, hiệu quả. Đồng thời, qua sự việc này còn làm cho các nhà đầu tư ngày càng chuyên nghiệp hơn, công chúng cũng biết nhiều hơn về TTCK. Từ đó tạo điều kiện cho TTCK Việt Nam dần đi theo quy luật và phát triển ngày càng sôi động hơn. Thu hút nhiều DN, các nhà đầu tư không những quan tâm đến CP mà còn quan tâm nhiều hơn đến TPDN, tạo điều kiện thuận lợi cho TTTP vận động và phát triển mạnh trong thời gian tới.

Thị trường phát hành (thị trường sơ cấp) phát triển có vai trò thúc đẩy thị trường thứ cấp ngày càng hoạt động mạnh hơn. Nhiều NH nước ngoài như Deutsche Bank, HSBC, Citibank... với nhiều kinh nghiệm quốc tế đang tham gia rất mạnh vào thị trường này. Đây cũng là một nhân tố khiến TTTP phát triển.

Hệ thống pháp luật, cơ chế chính sách về TTCK được hình thành và ngày càng hoàn thiện. Cụ thể, quốc hội ban hành luật đầu tư, luật DN 2007, luật kinh doanh chứng khoán và thường xuyên sửa đổi, bổ sung cho phù hợp với tình hình thị trường. Bên cạnh đó, thời gian qua nước ta chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ, cũng như tình trạng lạm phát tăng cao; chính phủ đã có nhiều biện pháp nhằm ổn định kinh tế, kiềm chế lạm phát. Trong đó, nổi bật nhất là biện pháp thắt chặt tiền tệ làm cho hệ thống NH rơi vào tình trạng khan hiếm tiền mặt, lãi suất tăng cao khiến cho các DN tiếp cận nguồn vốn trung và dài hạn rất khó khăn. Vì vậy, các DN bắt đầu xem xét tìm nguồn tài trợ khác; và TP là một công cụ huy động vốn thích hợp nhất trong giai đoạn hiện nay. Chính điều này góp phần giúp các DN tiếp cận và thấy rõ được vai trò to lớn của TTTP, đưa TTTP phát triển ngày một sôi động hơn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế.

Thị trường đã đủ chín muồi, các DN cung cấp dịch vụ tài chính Việt Nam đã đủ lớn để Chính phủ mở cửa thị trường dịch vụ tài chính sớm hơn lộ trình. Hơn thế nữa, nếu quyết định mở cửa thị trường sớm hơn lộ trình, TTCK Việt Nam sẽ trở nên hấp dẫn hơn và trở thành “điểm đến” của nhà đầu tư nước ngoài. Chính phủ đang tiến hành các bước đi đúng đắn trong việc thu hút và hấp thụ vốn. Tính hấp dẫn của Việt Nam vẫn cao, thể hiện qua sự quan tâm của nhà đầu tư quốc tế đối với TPDN và chính phủ. Việt Nam sẽ tiếp tục hấp dẫn vì nhiều nhà đầu tư nước ngoài kỳ vọng VND cũng giống như đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc sẽ tăng giá trong dài hạn nhằm đối phó với lạm phát, Chính phủ phải áp dụng nhiều biện pháp giảm tổng phương tiện thanh toán. Nếu điều này xảy ra thì đầu tư vào Việt Nam sẽ rất hiệu quả. Bên cạnh đó, các công ty cổ phần hóa sẽ luôn hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt với những nhà đầu tư tìm kiếm cơ hội đầu tư dài hạn, nếu được định giá một

cách hợp lý theo các chuẩn mực quốc tế. Điều đó thể hiện sự quan tâm sâu sắc của chính phủ đến TTCK nói chung và TTTPDN nói riêng.

Trong bối cảnh hiện nay, với những điều kiện thuận lợi kể trên thì đây là cơ hội rất tốt để TTTPDN phát triển mạnh mẽ phát huy vai trò và tầm quan trọng của một kênh huy động vốn hiệu quả trong nền kinh tế Việt Nam.

3.1.3. Những khó khăn thách thức cho TTTPDN ở Việt Nam trong quá trình phát triển:

Bên cạnh những cơ hội, những thuận lợi như đã phân tích, ở thời điểm hiện nay TTTPDN phải đối mặt với những thách thức to lớn sau:

TTTP Việt Nam còn non trẻ, hàng hóa chủ yếu trên thị trường này là TP của Chính phủ, khung pháp lý cho việc hình thành thị trường chuyên buôn bán loại tài sản này cũng chưa đầy đủ, rõ ràng. Một thực tế thường hay xảy ra ở nước ta là tình trạng: “Mất bò mới lo làm chuồng”. Cụ thể, việc ban hành các chính sách, hướng dẫn còn chậm và thiếu đồng bộ không theo kịp sự phát triển của nền kinh tế. Tầm nhìn chiến lược của các cơ quan làm luật còn hạn chế, dẫn đến lúng túng chưa thể đối phó kịp thời với những biến động bất thường của nền kinh tế. Dẫn đến tình trạng khi thị trường tài chính đã bị ảnh hưởng rồi mới đề ra những giải pháp khắc phục. Việc ban hành luật còn nhiều bất cập, chưa đồng bộ. Cụ thể, luật chứng khoán được ban hành ngày 01/01/2007 nhưng sau ngày có hiệu lực thì DN phải chờ thông tư nghị định hướng dẫn thi hành thì DN mới thực hiện việc phát hành và giao dịch theo luật này. Do đó, DN thường lúng túng khi quyết định hình thức tài trợ vốn trung và dài hạn, phía nhà đầu tư thì lo lắng về quyền lợi của mình khi đầu tư vào TP.

Sự phát triển mạnh của thị trường tài chính sẽ kéo theo hệ thống NH ngày càng phát triển. Một thực tế là hiện nay hệ thống NHTM vẫn chủ yếu kinh doanh trên thị trường vốn tín dụng truyền thống và đó cũng là kênh cung ứng vốn chủ yếu cho nền kinh tế. Do đó, các DN thường không mặn mà với kênh huy động vốn bằng phát hành TP. Điều này làm nguồn cung TP bị hạn chế, ảnh hưởng đến sự phát triển TTTPDN.

Việc cụ thể hóa mô hình, chính sách và giải pháp trong chiến lược phát triển TTCK còn chậm. Cơ chế quản lý DN, chế độ kế toán kiểm toán còn nhiều điểm chưa phù hợp thông lệ quốc tế, chưa có quy định chuẩn về công bố thông tin ... TTCK Việt Nam còn hạn chế như vậy chắc chắn sẽ là rào cản cho sự phát triển của TTTPDN.

Mặc dù, trong thời gian qua, thu nhập của người dân có tăng lên nhưng so với mặt bằng thế giới vẫn còn thấp. Nguồn tiền nhàn rỗi manh mún, nhỏ lẻ nên người dân thường có thói quen tích lũy bằng cách mua vàng cất giữ hoặc gửi tiết kiệm. Với họ, khái niệm đầu tư vào TPDN là khá xa lạ. Hạn chế này khiến cho nguồn tiền nhàn rỗi trong dân cư thường chảy vào NH là tất yếu, TTTPDN khó lôi kéo nhóm đối tượng này.

Tóm lại, để TTTPDN trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế, trên cơ sở tìm hiểu các nguyên nhân từ thực trạng kém phát triển của TTTPDN trong thời gian qua, phân tích các triển vọng và thách thức trong hiện tại và tương lai, thì nhất thiết phải đề ra một số vấn đề cần thực hiện trong thời gian sắp tới nhằm mục đích phát triển TTTPDN ở Việt Nam.

3.2. Một số đề xuất nhằm phát triển TTTPDN ở Việt Nam trong thời gian tới:

3.2.1. Nhóm giải pháp trọng tâm:

Với xu hướng phát triển thị trường tài chính, việc phát triển TTTPDN là một tất yếu khách quan của nền kinh tế Việt Nam. Để TTTPDN phát huy hết tiềm năng vốn có, chúng ta cần phải xây dựng một lộ trình thích hợp để từng bước vận hành và hoàn thiện TTTPDN trong thời điểm hiện nay.

Trước hết, chúng ta cần tập trung thực hiện các giải pháp nhằm khởi động, tăng tốc TTTPDN. Đây là những nhiệm vụ cần được ưu tiên thực hiện trong thời điểm hiện nay. Cụ thể:

Xây dựng hệ thống tổ chức ĐMTN:

Các tổ chức ĐMTN tầm cỡ quốc gia và quốc tế đã khẳng định vai trò to lớn đến sự phát triển của thị trường tài quốc gia và quá trình hội nhập tài chính quốc tế. Theo một số chuyên gia, đó là một chứng chỉ “ISO” cho TP.

Sự cần thiết phải xây dựng hệ thống ĐMTN

Trong điều kiện mức độ hiểu biết của công chúng đầu tư còn hạn chế, các kênh cung cấp thông tin và đánh giá đúng rủi ro còn rất ít hoặc chưa có, sự xuất hiện của tổ chức đánh giá tín nhiệm sẽ giúp cung cấp thêm nhiều thông tin cho cộng đồng đầu tư và chính bảng xếp hạng của tổ chức đánh giá tín nhiệm sẽ làm cho nhà đầu tư yên tâm hơn khi tiếp cận với thị trường. Nghĩa là giúp họ có cơ sở và tự tin hơn khi thực hiện quyết định đầu tư vào một loại chứng khoán nợ nào đó.

Việt Nam đã có TTCK, song hoạt động của các tổ chức đánh giá tín nhiệm vẫn chưa xuất hiện, nhưng vì vai trò của tổ chức này là rất quan trọng. Trong khi đó, Việt Nam lại đang trong quá trình hội nhập quốc tế, tự do hoá tài chính và phát triển TTCK nên việc thành lập và đưa tổ chức này vào hoạt động tại Việt Nam là vấn đề hết sức cấp thiết.

Hệ thống này giúp cho nhà đầu tư hiểu rõ về DN phát hành và là căn cứ để các tổ chức tín dụng đánh giá việc mở rộng cho vay. Hiện nay, có rất nhiều tổ chức ĐMTN quốc tế có uy tín, kinh nghiệm như Moody's, Standard & Poor's, Duff & Phelps, Fitch's, CBRS ... Tuy nhiên, DN Việt Nam hiện nay chủ yếu có quy mô vừa và nhỏ, việc thuê các hãng lớn nước ngoài sẽ rất tốn kém. Do đó, Việt Nam cần tự hoạch định lộ trình để tiến tới xây dựng

được các quy định về ĐMTN theo tiêu chuẩn Việt Nam, nhưng vẫn đảm bảo phù hợp chuẩn mực quốc tế.

Mục tiêu của việc xếp hạng mức tín nhiệm là cung cấp những ý kiến độc lập và khách quan về rủi ro tín dụng tương đối của các công cụ tài chính (trong đó chủ yếu là TP) thông qua một hệ thống gồm những ký hiệu đơn giản (*tham khảo Phụ lục 3A*). Các ký hiệu này biểu thị mức độ rủi ro tương đối về khả năng và mức độ sẵn sàng trong việc thực hiện nghĩa vụ hoàn trả vốn gốc và lãi một cách đầy đủ, đúng hạn của tổ chức phát hành. Mức tín nhiệm càng cao, rủi ro tín dụng càng thấp, TP đó càng an toàn. Một hệ thống ĐMTN đáng tin cậy sẽ thúc đẩy khả năng chuyên nhượng của TP trên thị trường. Sự tồn tại của một hệ thống ĐMTN còn khuyến khích tính minh bạch, tăng thêm các luồng thông tin, cải thiện hiệu quả hoạt động kế toán – kiểm toán. Một sự tái phân phối vốn nợ hợp lý, hiệu quả và liên tục thông qua TTCK khó có thể thực hiện được nếu không có các tổ chức định mức tín dụng đáng tin cậy.

Mục đích hình thành và phát triển tổ chức ĐMTN (CRA) ở Việt Nam

Trước hết, việc hình thành và phát triển các CRA trong nước sẽ mang lại những lợi ích sau :

- Cơ quan ĐMTN (CRA) là những định chế trung gian có uy tín, hoạt động độc lập nhằm xem xét, phân tích và đưa ra mức định hạng tín nhiệm đối với các công ty đang tìm kiếm nguồn vốn đầu tư, thúc đẩy sự phát triển thị trường vốn, thị trường nợ tại Việt Nam.

- Với tư cách là những định chế tài chính trung gian, các công ty ĐMTN sẽ cung cấp cho nhà đầu tư các thông tin cũng như những đánh giá về mức độ tin cậy của một đơn vị phát hành trong việc thực hiện các nghĩa vụ tài chính (TP, thương phiếu, CP ưu đãi, nợ...). Đây là những thông tin không thể thiếu nhằm góp phần vào việc tăng khả năng huy động các nguồn tiền đầu tư vào thị trường vốn, TTTP. Các CRA cung cấp nguồn thông tin về “rủi ro tín dụng”, nên sẽ làm sâu sắc thêm kiến thức về các TP trước khi quyết định đầu tư. Với thông tin đó, nhà đầu tư sẽ yên tâm hơn khi đầu tư vào các công cụ tài chính thay vì đầu tư vào các tài sản khác.

- Là một chứng chỉ chuẩn về tình trạng tài chính, ĐMTN giúp các nhà phát hành có thể tìm kiếm tài trợ từ nhiều nhóm đầu tư hơn, điều này rất quan trọng trong bối cảnh Việt Nam bắt đầu tìm kiếm thêm nguồn tài trợ từ bên ngoài cho phát triển. Nói cách khác, các CRA trong nước có thể cung cấp một công cụ tiếp thị cho các DN có vay nợ khách hàng.

- Thiết lập các CRA trong nước có thể giúp tạo ra một hệ thống hoạt động theo thị trường cho các nhà quản lý Việt Nam. Việc cố tình xếp hạng không chính xác tình trạng tài chính của một số ngành có thể gây nhiều phí tổn, đặc biệt là về mặt dài hạn, vì xây dựng lại lòng tin cho người sử dụng còn khó hơn nhiều. Ngược lại, việc cho phép hoạt động ĐMTN theo thị trường có thể giúp công tác giám sát được tốt hơn, các nhà quản lý phải có sự lưu

tâm đặc biệt đến các tổ chức bị xếp hạng tín nhiệm thấp và cách thức xử lý các vấn đề tiềm ẩn.

- Trong giai đoạn hiện nay, vai trò của các CRA quốc tế cần được xem xét một cách phù hợp vì những dịch vụ của họ có thể giúp các công ty lớn của Việt Nam thu hút được vốn quốc tế. Bên cạnh đó, sự hiện diện của các CRA quốc tế làm gia tăng phạm vi lựa chọn và chất lượng dịch vụ được cung cấp cho các tổ chức phát hành và các nhà đầu tư. Áp lực cạnh tranh từ các CRA quốc tế cũng buộc các đối tác trong nước phải cải thiện chất lượng và khả năng cạnh tranh của các dịch vụ được cung cấp.

Tuy nhiên, để các CRA trong nước có cơ hội phát triển, ở giai đoạn đầu nên hạn chế sự tham gia của các CRA quốc tế ở việc hỗ trợ thu hút vốn quốc tế, sự tham gia của các CRA ở các mảng thị trường khác chỉ nên cho phép sau một thời gian nhất định, với điều kiện lộ trình mở cửa phải minh bạch và có độ tin cậy cao.

Mô hình tổ chức và hoạt động của các tổ chức ĐMTN

Về nhận thức, cần phải làm cho các nhà đầu tư, người đi vay, các nhà quản lý và các tổ chức trung gian thị trường hiểu được thế nào là ĐMTN và những lợi ích mà nó mang lại. Để ĐMTN có đóng góp thực sự hiệu quả cho sự phát triển thị trường vốn nói chung và TTTPDN nói riêng, các CRA của Việt Nam cần đảm bảo các yêu cầu sau :

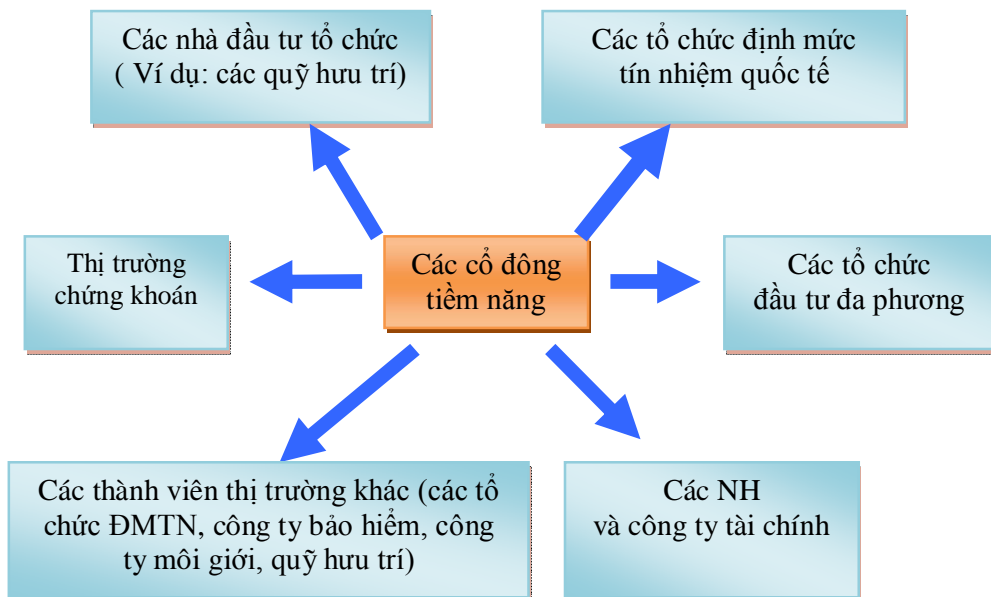
Việt Nam cần phải học hỏi kinh nghiệm xây dựng và quản lý hoạt động của tổ chức ĐMTN từ các nước phát triển. Mỗi nước có một mô hình tổ chức ĐMTN riêng biệt với những ưu và nhược điểm khác nhau của mỗi mô hình. Từ đó đề ra mô hình thành lập công ty ĐMTN khu vực có thể được áp dụng một cách linh hoạt ở Việt nam, trong bối cảnh nguồn nhân lực của Việt nam trong lĩnh vực này còn yếu và thiếu. Việc tận dụng công nghệ, và tri thức của các tổ chức ĐMTN khu vực và thế giới sẽ giúp các tổ chức ĐMTN của Việt Nam nâng cao năng lực. Mặt khác, Quá trình cổ phần hóa mạnh mẽ hệ thống DN dù đã bắt đầu từ khá lâu nhưng chỉ trong vài năm gần đây mới thực sự được đẩy mạnh để góp phần đa dạng hóa hàng hóa và thúc đẩy sự phát triển của TTCK. Những ưu đãi và khung pháp lý cho loại hình doanh nghiệp này khá hoàn thiện. Hơn nữa, hình thức cổ phần sẽ tạo điều kiện phát huy tính trung lập của tổ chức ĐMTN vì ít chịu tác động bởi những nhân tố quản lý, do vậy việc lựa chọn mô hình công ty cổ phần cho tổ chức ĐMTN là khá hợp lý.

Để thực sự phát huy tính độc lập của tổ chức ĐMTN tổ chức theo mô hình cổ phần thì cơ cấu sở hữu của tổ chức này phải do nhiều chủ thể nắm giữ bao gồm: Các nhà đầu tư tổ chức, các NH, công ty bảo hiểm, sở giao dịch chứng khoán, các tổ chức đầu tư đa biên và các công ty ĐMTN quốc tế.

Tổ chức ĐMTN được thành lập theo loại hình công ty cổ phần hoàn toàn không giới hạn số lượng cổ đông, cổ đông hoàn toàn có thể vừa là pháp nhân vừa là thể nhân. Tuy nhiên, cần thu hút sự tham gia của những cổ đông có uy tín trên thị trường tài chính trong và

ngoài nước như: Bộ tài chính, NHTW, Ủy ban chứng khoán nhà nước, các tổ chức định mức tín nhiệm xuyên quốc gia (Moody's, Standard & Poor's, Duff & Phelps, Fitch's, CBRS...). Sự tham gia của các cổ đông quan trọng này với tư cách thành viên hội đồng quản trị sẽ tạo điều kiện thuận lợi trong giai đoạn thành lập tổ chức ban đầu và hỗ trợ kinh nghiệm cho công tác quản lý tổ chức ĐMTN. Để phát huy tối đa tính độc lập của tổ chức định mức tín nhiệm. Công ty cổ phần ĐMTN cần huy động nhiều cổ đông khác tham gia bên cạnh các cổ đông chủ chốt nêu trên. Tuy nhiên, chúng ta nên thực hiện cơ cấu nắm giữ cổ phần theo hướng không một chủ thể nào nắm giữ đa số, và không một chủ thể nào nắm quyền chi phối đối với việc hình thành và hoạt động của tổ chức ĐMTN. Để tránh tình trạng này diễn ra, điều lệ công ty cổ phần cần định mức tỷ lệ vốn điều lệ tối đa mà mỗi cổ đông được nắm giữ, để tránh sự chi phối của cổ đông trong công ty nên định lượng tỷ lệ này ở mức không vượt quá 5% - 10%. Đồng thời qui định thời hạn chuyển nhượng CP sau khi thành lập là 2 năm nhằm ổn định thành viên cổ đông trong giai đoạn mới thành lập. Đến khi công ty hội đủ các điều kiện của TTCK thì CP của công ty sẽ được niêm yết trên thị trường.

Hình 3.1: Mô hình góp vốn hình thành nên các tổ chức ĐMTN



Do vậy, ở giai đoạn đầu nên cho phép thành lập CRA dưới hình thức công ty cổ phần hoạt động theo Luật DN.

- Các công ty ĐMTN cần phải được tổ chức, hoạt động độc lập. Hạn chế tình trạng một số tổ chức phát hành có thể thành lập các CRA của riêng mình để đạt được những định mức sai lệch về tình trạng tài chính của họ. Song song đó, phải có tính độc lập trong quá trình ĐMTN, đây là điều kiện hết sức cần thiết đối với sự phát triển bền vững hệ thống ĐMTN ở Việt Nam. Do bởi các tổ chức phát hành luôn muốn có xếp hạng tín nhiệm cao nên họ có thể sẵn lòng hỏi lộ CRA , vận động CRA che dấu những vấn đề khó khăn của họ, dẫn đến

kết quả ĐMTN sai lệch sẽ rất nguy hiểm vì nó càng làm trầm trọng tình trạng bất cân xứng thông tin giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Hơn nữa, một khi kết quả ĐMTN bị phát hiện sai lệch thì hệ thống ĐMTN có thể bị sụp đổ vì khó xây dựng lại lòng tin.

- Các nhà hoạch định chính sách nên hỗ trợ các công ty tư nhân tham gia vào hoạt động này chứ không phải chỉ là các DNNN, Sự tham gia của các tổ chức xếp hạng không phải nhà nước này sẽ giúp hoạt động cung cấp thông tin được khách quan và hiệu quả hơn. Một khi được tư nhân hóa, tất cả các thông tin trên thị trường sẽ là như nhau giữa các nhà đầu tư, tâm lý đầu tư sẽ được cải thiện và củng cố hơn.

- Quá trình ĐMTN phải đảm bảo tính chính xác và tính toàn diện nhằm hạn chế tối đa rủi ro do mắc lỗi hoặc bỏ sót. Toàn bộ quy trình và tiêu chuẩn đánh giá phải được công bố công khai để đảm bảo tính nhất quán và minh bạch của quá trình ĐMTN. Người chịu trách nhiệm ĐMTN không được tham gia mua và bán chứng khoán. Muốn vậy, cần phải xây dựng mô hình tổ chức, quản lý công ty thật đầy đủ và hiệu quả. **(tham khảo phụ lục 3A)**

Đảm bảo tính bảo mật thông tin, đây là nguyên tắc cốt lõi đối với hoạt động của các CRA. Để cung cấp một ĐMTN chính xác đối với rủi ro tín dụng, các CRA thường yêu cầu thông tin chi tiết, đặc biệt là thông tin về tình hình hoạt động và tài chính của tổ chức phát hành. Thông thường, những thông tin đầu vào cho việc ĐMTN là thông tin nội bộ, ở mức chi tiết và toàn diện hơn các thông tin công bố công khai, nếu những thông tin này bị tiết lộ thì tổ chức phát hành có thể bị đe dọa nghiêm trọng. Để bảo vệ quyền lợi của tổ chức phát hành, phải đặt ra một số quy định đối với các CRA về việc giữ bí mật những thông tin nội bộ, nếu không các tổ chức phát hành có thể e ngại sử dụng dịch vụ ĐMTN hoặc có xu hướng cung cấp thông tin không đúng sự thật nếu việc ĐMTN là bắt buộc để phát hành TP.

Bên cạnh việc tạo dựng khung pháp lý điều tiết thích hợp cho các CRA hình thành và hoạt động, cần nâng cao nhận thức của công chúng về ý nghĩa và vai trò tích cực của các CRA, khuyến khích các tổ chức phát hành thực hiện ĐMTN khi phát hành chứng khoán (đặc biệt là phát hành TP) để đảm bảo phát hành thành công, huy động vốn với chi phí hợp lý nhất, góp phần củng cố niềm tin của các nhà đầu tư. Trong tình hình hiện tại của Việt Nam, thì Trung tâm thông tin tín dụng Nhà nước (CIC) nên chuyển thành Công ty ĐMTN là thích hợp nhất. Như chúng ta đã biết, vừa qua CIC đã tổ chức đánh giá xếp hạng tín nhiệm của các DN trên sàn niêm yết; mặt khác, hàng năm CIC cũng tổ chức đánh giá xếp hạng các DN, nhưng thông tin về DN cũng chưa đầy đủ nên mức độ chính xác trong đánh giá cũng chưa cao. Do vậy, việc chuyển mô hình hoạt động sẽ có nhiều điểm tương đồng và thuận lợi hơn.

Ngoài CRA trong nước, thì cần cho phép một số tổ chức ĐMTN có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động ĐMTN ở Việt Nam. Một trong những lý do khiến các nhà đầu tư chưa dám đầu tư mạnh mẽ vào thị trường Việt Nam như chúng ta mong đợi, cũng là vì thiếu

một công ty ĐMTN trên thị trường vốn Việt Nam. Dựa trên các kết quả CRA mang lại, các nhà đầu tư mới có công cụ để thẩm định, lựa chọn danh mục đầu tư, dự báo tình hình phát triển DN và đưa ra quyết định đầu tư. Thông qua bảng xếp hạng tín dụng, nhà đầu tư sẽ hiểu rõ hơn về sức mạnh tài chính của các công ty, dễ dàng đánh giá các tổ chức tài chính có quan hệ kinh doanh hoặc quan tâm tới việc mua TP của các công ty này.

Đẩy mạnh xây dựng sàn giao dịch TP chuyên biệt nhằm nâng cao tính thanh khoản cho các loại TP nói chung và TPDN nói riêng:

Tính chất của giao dịch TP khác với giao dịch CP. Phương thức giao dịch TP thường thiên về thỏa thuận chứ không phải khớp lệnh. Người sử dụng hệ thống thường là nhà đầu tư cuối cùng, do vậy, nhu cầu thỏa thuận trực tiếp là rất cao. Hệ thống thường pha trộn giữa hệ thống thỏa thuận với hệ thống tra cứu thông tin có kèm các công cụ phân tích. Nếu không đáp ứng được yêu cầu này thì thông thường hệ thống sẽ không phát huy hiệu quả. Giao dịch nếu có chỉ là báo cáo giao dịch toàn bộ chứ không cung cấp đầy đủ các bước của giao dịch như phân tích, ra quyết định đầu tư, thỏa thuận ra bên ngoài.

Hiện tại TTGDCK đang tổ chức giao dịch đồng thời cho cả TP và CP trên cùng một sàn giao dịch. Theo thông lệ quốc tế, cần tách biệt thị trường giao dịch TP dành cho các nhà môi giới hoặc các nhà tạo lập thị trường. Vì TP là công cụ nợ nên không thể áp dụng một phương thức giao dịch giống như giao dịch CP. Thành viên TTTP là nhà kinh doanh TP sơ cấp, cụ thể là các NHTM, công ty chứng khoán, trong đó các công ty chứng khoán là thành viên chính. Họ vừa mua bán cho bản thân đồng thời môi giới cho khách hàng về TP. Các NHTM có thể mua bán thẳng thông qua thị trường chứ không phải đặt lệnh qua nhà môi giới như hiện nay. Còn thành viên phụ là các NHTM chỉ được mua bán cho chính bản thân NH. Đây là thị trường giao dịch từ xa, các công ty chứng khoán, NHTM sẽ kết nối thẳng vào hệ thống giao dịch TP và có thể giao dịch 24/24 giờ. Điều này sẽ giảm thiểu chi phí và khỏi mất thời gian của đại diện có mặt trên sàn.

Bên cạnh đó, cần ứng dụng hệ thống giao dịch liên định chế, cho phép nhà đầu tư kết nối với nhiều nhà kinh doanh TP, cho phép xem tất cả các chào giá, nhà đầu tư được tự liên hệ với nhà kinh doanh có chào giá tốt nhất để thực hiện giao dịch giúp cho việc mua bán TP hiệu quả hơn và làm tăng tính thanh khoản của TP. Khi thị trường chuyên biệt hoạt động tốt sẽ là cơ sở, nền tảng để dựa vào đó xây dựng TTTPDN.

Đầu tư cơ sở hạ tầng cho hệ thống giao dịch nhằm đẩy nhanh quá trình giao dịch và nâng cao tính chính xác tại TTGDCK. Xây dựng các hệ thống tác nghiệp tự động hiện đại và có kết nối mạng diện rộng đến các thành viên; xây dựng hệ thống công bố thông tin và cơ sở dữ liệu thông tin cùng các giải pháp dự phòng; tự động hóa hệ thống lưu ký và thanh toán bù trừ, tiến tới lưu ký chứng khoán chưa niêm yết. Liên kết với TTTP trong khu vực,

hình thành một TTTP rộng lớn, chuyên nghiệp. Tiến tới hình thành nhiều thị trường chung về các lĩnh vực. Đây cũng là dịp chính phủ Việt Nam có cơ hội nhìn nhận, đánh giá chính sách của mình. Qua đó làm cho các TP có thể dễ dàng chuyển đổi trong nước và khu vực giúp tăng tính thanh khoản của TP, thúc đẩy sự phát triển thị trường thứ cấp.

Phát triển các tổ chức trung gian thị trường, các nhà đầu tư có tổ chức

Nhanh chóng gia tăng số lượng và quy mô nhà bảo lãnh phát hành, với đầy đủ kiến thức và kỹ năng chuyên môn của nhà môi giới, nhà tư vấn đầu tư. Đây sẽ là những nhà phân phối TP thường xuyên, có nghiệp vụ và có thể đưa TP giao dịch trên thị trường. Giải pháp này hoàn toàn phù hợp với chủ trương thay đổi hình thức giao dịch của TP: TP sẽ được giao dịch theo hình thức thỏa thuận như trên thị trường giao dịch chứng khoán không tập trung (OTC) thay vì ở TTGDCK. Việc thông qua các công ty chứng khoán để phát hành TP sẽ giảm bớt thủ tục và thời gian cho việc phát hành, đây cũng là thông lệ mà các nước phát triển đang áp dụng.

Một tổ chức trung gian có vai trò nổi bật cả trên thị trường sơ cấp lẫn thị trường thứ cấp hiện nay là công ty chứng khoán, với vai trò vừa là nhà tư vấn và là nhà bảo lãnh phát hành cho các DN, vừa cung cấp dịch vụ môi giới và tư vấn đầu tư cho khách hàng, nối liền khoảng cách giữa sự thiếu kiến thức của các nhà đầu tư với những kiến thức chuyên môn cần thiết. Tuy nhiên, các công ty chứng khoán hiện nay hầu như chú trọng đến hoạt động bảo lãnh phát hành và giao dịch CP, chưa quan tâm đến lĩnh vực TPDN. Để TTTPDN phát triển, cần sự hỗ trợ đặc lực từ các công ty chứng khoán trong công tác giới thiệu, thuyết phục DN huy động vốn bằng phát hành TP.

Bên cạnh đó, để gia tăng lượng cầu TPDN cần phải phát triển hệ thống các nhà đầu tư có tổ chức, cụ thể là các công ty quản lý quỹ, các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, quỹ hưu trí... Đây là một trong các những thành viên tích cực của thị trường góp phần tăng tính thanh khoản của TP. Khác với các nhà tạo lập thị trường, các quỹ đầu tư sẽ tập hợp các nguồn vốn nhỏ lẻ từ nhiều nhà đầu tư không chuyên nghiệp để đầu tư. Với định hướng hoạt động và chính sách đầu tư của mình, các tổ chức này sẽ là những nhà đầu tư tiềm năng và ổn định của TTTP. Bởi vì, trong danh mục đầu tư của họ luôn có một tỷ lệ nhất định được sử dụng cho đầu tư TP. Họ là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, có cơ hội tiếp cận thông tin đầy đủ hơn, có kiến thức và kinh nghiệm phân tích thị trường nên không chỉ phân tán rủi ro, giảm thiểu những khó khăn do thông tin không minh bạch mà còn làm giảm được chi phí giao dịch. Các nhà đầu tư có tổ chức thường đầu tư theo danh mục, trong đó có TPDN nhằm vừa đa dạng hóa được danh mục đầu tư, vừa tranh thủ mức sinh lời hấp dẫn của công cụ tài chính này. Từ đó, sẽ tạo ra một mức cầu thường xuyên đối với TPDN.

Như vậy, các tổ chức trung gian thị trường và các nhà đầu tư có tổ chức là các chủ thể quan trọng có vai trò tăng cung, kích cầu TPDN, góp phần thúc đẩy TTTPDN phát triển.

Đa dạng hóa hình thức các loại TP:

Các tổ chức phát hành tùy theo nhu cầu và khả năng của mình có thể lựa chọn các hình thức phát hành TP khác nhau như: TP phát hành với lãi suất cố định hay thả nổi gắn vào một cột mốc nhất định nào đó, TP có bảo đảm hoặc kèm chứng quyền, TP chuyển đổi ..., nhằm tạo tính hấp dẫn cho TP, thu hút nhà đầu tư.

Trong điều kiện nền kinh tế Việt nam đang hội nhập mạnh mẽ vào nền kinh tế thế giới, chịu tác động ngày càng nhiều của các biến động kinh tế vĩ mô từ nền kinh tế Mỹ hay các nước Châu Á, thì việc đảm bảo sự ổn định tương đối của giá TP là điều kiện quan trọng để thu hút các nhà đầu tư. Chẳng hạn như việc phát hành TP có lãi suất đảm bảo bằng vàng, hay lãi suất thực được đảm bảo dương trong trường hợp lạm phát cao...

Ngoài ra, để tăng tính hấp dẫn của TP, DN có thể lựa chọn phát hành TP có thể chuyển đổi thành CP hay TP gắn với quyền mua như trường hợp của Vinaconex phát hành TP gắn với quyền mua CP của một công ty thành viên. Các DN cũng có thể phát hành TP có quyền chuyển đổi thành CP sau một thời gian xác định với một tỷ lệ nhất định

Cần nghiên cứu, ứng dụng rộng rãi loại hình TP mới như: TP kèm theo quyền mua bất động sản, hay mua căn hộ... Với loại hình này, vừa giúp TPDN hấp dẫn hơn, tăng nguồn cung TP trên thị trường, vừa giải quyết được nhu cầu “khát vốn” của các DN bất động sản, góp phần kéo ngành bất động sản phát triển theo. Có thể nói, đây là hình thức huy động vốn khá hấp dẫn đối với khách hàng trong thời gian tới. Vì ngoài lãi suất hằng tháng, khách hàng còn được giảm giá mua căn hộ. Trong trường hợp có nhiều công ty áp dụng theo mô hình này chắc chắn sẽ có chạy đua về lãi suất, tỷ lệ chiết khấu trên từng dự án... để thu hút khách hàng. Các DN phải đẩy mạnh nghiên cứu, học hỏi kinh nghiệm từ những công ty phát hành thành công loại TP này. Điển hình là công ty cổ phần địa ốc Sài Gòn Thương Tín (Sacombank) đã phát hành thành công hàng tỷ đồng TP loại này.

Bên cạnh đó, các DN nên đa dạng hóa các kỳ hạn TP. Trên thị trường nguồn vốn nhàn rỗi lớn, nguồn vốn này rất manh nha, những người nắm giữ cũng có nhiều mục đích đầu tư khác nhau với nhiều khoảng thời gian khác nhau. Do đó, để thu hút nguồn vốn này cho TTTP thì đòi hỏi các DN phải đa dạng hóa kỳ hạn của TP. Với việc đa dạng hóa các kỳ hạn, TPDN sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư do đáp ứng được những nhu cầu đa dạng nhu cầu của nhà đầu tư.

Một trong những giải pháp thúc đẩy tiến trình đa dạng hóa TP nhưng chưa được vận dụng, đó là kỹ thuật chứng khoán hóa (Securitization). Chứng khoán hóa là quá trình tập hợp và tái cấu trúc các tài sản thiếu tính thanh khoản nhưng lại có thu nhập bằng tiền cao

trong tương lai, như các khoản phải thu, các khoản nợ, rồi chuyển đổi chúng thành TP và đưa ra giao dịch trên thị trường tài chính. Thông thường, kỹ thuật chứng khoán hóa được thực hiện trên hai nhóm tài sản: các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản và các tài sản tài chính không được thế chấp bằng bất động sản. Tương ứng với hai loại tài sản trên thì sau khi được chứng khoán hóa sẽ hình thành hai loại chứng khoán là: các chứng khoán dựa trên thế chấp bất động sản (Mortgage backed securities) và các chứng khoán tài sản tài chính (Asset backed securities - ABS). Như vậy, ABS đơn giản là các TP hoặc giấy tờ có giá (gọi chung là chứng khoán) được hình thành từ các tài sản tài chính như các khoản phải thu khác với các khoản vay có tài sản thế chấp, ví dụ như các khoản phải thu từ thẻ tín dụng, khoản vay mua ô tô, vay để xây nhà, vay để tiêu dùng cho gia đình. Từ đó rút ra được điểm khác biệt lớn nhất giữa ABS và các loại TP khác là mức độ tín nhiệm của các nguồn thu, khả năng thanh toán của các tài sản tài chính.

TTTP phát triển đến một giai đoạn cao tất yếu sẽ dẫn đến việc hình thành và phát triển các sản phẩm phái sinh có liên quan đến TP như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn hay TTTPDN phát triển các sản phẩm chứng khoán hóa tài sản (asset securitization)... nhằm đa dạng hóa và đáp ứng đầy đủ mọi yêu cầu của nhà đầu tư từ khả năng sinh lợi đến mục tiêu giảm thiểu, hoán đổi rủi ro hay chỉ đơn thuần là đánh cược với rủi ro. Đây là một giai đoạn phát triển cao của TTTP mà đòi hỏi hệ thống pháp lý phải rõ ràng, hệ thống công nghệ và trình độ các nhà đầu tư tham gia cũng phải được nâng lên tương ứng. Điển hình, các DN phát hành cần nghiên cứu, phát triển nghiệp vụ giao dịch kỳ hạn (repo) TPDN. Repo không những cho phép bên bán bán cho bên mua, mà còn phải ký hợp đồng với điều khoản đến một thời hạn nhất định thì người bán sẽ mua lại số TP đã bán với một mức giá xác định ghi trong hợp đồng. Giao dịch repo TP sẽ được cụ thể hóa, công khai và minh bạch, giúp thị trường sôi động hơn. Một khi các sản phẩm phái sinh liên quan đến TP phát triển sẽ giúp nâng cao tính thanh khoản cho TPDN, tăng tính hấp dẫn và giảm thiểu rủi ro của nhà đầu TP. Có thể nói, để đưa TTTP Việt nam ngày càng phát triển thì đây là một hướng đi tất yếu.

Ngoài những giải pháp cấp thiết cần được ưu tiên thực hiện như phân tích ở trên. Để TTTPDN phát triển bền vững, thì các cơ quan quản lý nhà nước, chủ thể phát hành và nhà đầu tư cần phải phối hợp thực hiện đồng bộ một số giải pháp nhằm thúc đẩy TTTPDN tăng tốc và phát triển mạnh mẽ trong thời gian tới.

3.2.2. Các giải pháp khác:

3.2.2.1. Nhóm giải pháp thuộc về phía cơ quan nhà nước:

Hoàn thiện khuôn khổ hệ thống pháp lý và nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước

Hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý thống nhất, đồng bộ đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với TTTP của khu vực và quốc tế. Áp dụng các tiêu chuẩn giám sát thị trường theo thông lệ quốc tế; đẩy mạnh việc thanh tra, kiểm tra, giám sát việc tuân thủ pháp luật của các thành viên tham gia thị trường; kiểm tra, giám sát hàng hoá đưa ra thị trường, đảm bảo tính công khai, minh bạch; tăng cường năng lực giám sát, cưỡng chế thực thi của cơ quan giám sát thị trường. Từng bước tách bạch chức năng quản lý với chức năng giám sát các hoạt động của thị trường; sớm triển khai và hoàn thiện cơ quan giám sát tài chính quốc gia, giúp Thủ tướng Chính phủ điều phối chính sách và công cụ cảnh báo, điều hành, giám sát hoạt động tài chính tiền tệ ở tầm vĩ mô.

Hiện nay, sau khi luật chứng khoán có hiệu lực ngày 01/01/2007, các nhà hoạch định chính sách cần xem xét lại các quy định về điều kiện phát hành TP ra công chúng. Xây dựng lại theo hướng mở hơn, thoáng hơn, đơn giản hơn, nhằm khuyến khích DN tham gia phát hành TP huy động vốn trên TTCK, góp phần tạo tính thanh khoản cho TP và thúc đẩy TTTPDN phát triển. Các cơ quan Chính phủ cần phối hợp chặt chẽ với các cơ quan chức năng có liên quan tiếp tục rà soát, bổ sung và hoàn thiện các thông tư, hướng dẫn, các văn bản pháp luật nhằm giảm thiểu sự mâu thuẫn và chồng chéo; ưu tiên tạo lập cơ sở pháp lý cho việc hoàn thiện các chuẩn mực quản lý, giám sát và tổ chức hệ thống giám sát mạnh, phù hợp với thông lệ quốc tế. Đồng thời, tạo điều kiện cho các công ty chứng khoán tái cơ cấu theo hướng tăng quy mô vốn, phát triển nguồn nhân lực, mở rộng phạm vi và mạng lưới cung cấp dịch vụ, tăng cường áp dụng kỹ thuật công nghệ thông tin trong cung cấp dịch vụ chứng khoán nói chung, TPDN nói riêng.

Bên cạnh đó, cần phải có sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý trong việc ban hành cơ chế chính sách phù hợp với mục tiêu phát triển vĩ mô của nền kinh tế. Bởi lẽ, chính sách tài chính tiền tệ thường có tác động rất lớn đến hình thức huy động vốn của DN từ đó ảnh hưởng rất lớn đến sự phát triển của thị trường sơ cấp. Chẳng hạn, nếu NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ tín dụng sẽ khuyến khích các DN tiếp cận nguồn vốn vay NH hơn là hình thức phát hành TP, hoặc nếu chính sách hỗ trợ DNNN vẫn duy trì thì khó có thể khuyến khích các DN tìm đến kênh huy động vốn bằng phát hành TP.

Về quản lý thị trường, thực hiện quản lý theo các chuẩn mực quốc tế. Nhà nước cần thường xuyên cử cán bộ sang học tập kinh nghiệm quản lý ở các nước có TTTP phát triển. Tuy nhiên, khi xây dựng chính sách quản lý phải linh hoạt, phù hợp với điều kiện thực tế của nước ta trong từng giai đoạn cụ thể, tránh tình trạng rập khuôn. Từ đó, xây dựng một cơ chế quản lý bình đẳng giữa các DN trong huy động vốn qua TTCK. Đồng thời tăng cường vai trò của nhà đầu tư trong việc phát hiện các dấu hiệu sai phạm, loại bỏ các hình thức bao cấp, đặc quyền về vốn đối với các DNNN; từng bước nâng cao chất lượng và tính độc lập

của kiểm toán, công khai và minh bạch thông tin kịp thời, tăng cường hiệu quả giám sát từ phía Nhà nước.

Đơn giản hóa quy trình, thủ tục đăng ký phát hành và giao dịch TP tạo điều kiện, khuyến khích DN phát hành TPDN

Vấn đề thủ tục hành chính thường gây khó khăn trở ngại lớn đối với các DN. Nếu quy trình phát hành TP phức tạp, nhiều thủ tục rườm rà và mất nhiều thời gian làm chi phí tăng cao. Chính điều này sẽ không khuyến khích các DN huy động vốn nợ thông qua phát hành TP. Do vậy, các cơ quan quản lý cần xây dựng một quy trình thủ tục đăng ký phát hành đơn giản phù hợp với điều kiện thực tế của TTCK Việt Nam, thể hiện ở một số điểm như sau :

- Đơn đăng ký phát hành TP gửi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần rút ngắn một số nội dung trùng lặp đã đề cập ở bản cáo bạch gửi kèm như báo cáo kết quả kinh doanh, mục đích phát hành.

- Quy trình đăng ký phát hành theo hướng một cửa, thông thoáng. Cần đơn giản bớt một số khâu trong quy trình xét duyệt để có thể rút ngắn thời gian xét duyệt cấp giấy chứng nhận đăng ký phát hành tiến tới xây dựng một hệ thống đăng ký phát hành chứng khoán thống nhất nhằm cung cấp cho các nhà đầu tư tiềm năng thông tin về tổ chức phát hành. Từ đó, trợ giúp cho việc ra quyết định đầu tư, đồng thời ngăn chặn sự gian lận trong việc bán chứng khoán. Tuy nhiên, hệ thống đăng ký phát hành cũng phải linh hoạt để bảo vệ nhà đầu tư một cách hữu hiệu. Với một hệ thống đăng ký phát hành chứng khoán cứng nhắc sẽ ngăn cản sự phát triển của những sản phẩm mới chỉ vì các sản phẩm này không phù hợp với những tiêu thức sẵn có quen thuộc.

- Hiện nay, các tiêu chuẩn cho việc phát hành TPDN còn chung chung, chưa có tiêu chuẩn cụ thể rõ ràng khiến các DN lúng túng khi lựa chọn hình thức huy động vốn. Bộ Tài Chính và Ngân Hàng Nhà Nước, phối hợp cùng với các bộ ngành có liên quan cần phải cụ thể hoá các tiêu chuẩn phê duyệt phát hành TPDN, ban hành mẫu Bản cáo bạch chung thống nhất cho các công ty muốn phát hành TP nhằm tạo sự đồng bộ thống nhất về đăng ký và công bố thông tin của DN. Bên cạnh đó, cần có những biện pháp và hệ thống đánh giá chuẩn hơn để xác định lãi suất phát hành hợp lý giúp tăng khối lượng phát hành; từ đó, giảm việc phát hành nhiều đợt với số lượng nhỏ nhằm tiết kiệm chi phí phát hành và thu hút nhiều hơn các nhà đầu tư có tổ chức tham gia.

- Tiến tới áp dụng hình thức tự đăng ký dành cho các tổ chức phát hành là những công ty đang thực hiện chế độ báo cáo thường xuyên, có hồ sơ tín dụng tốt, có uy tín trên thị trường hoặc được xếp hạng tín nhiệm cao. Theo phương thức này, tổ chức phát hành được phép tiếp cận thị trường một cách nhanh chóng, không cần phải thực hiện yêu cầu cung cấp đầy đủ thông tin cho công chúng, chỉ cần bản cáo bạch do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

xem xét chấp thuận, tổ chức phát hành sẽ chào bán TP trong một thời gian nhất định mà không cần phải làm thủ tục đăng ký thêm, khoản thời gian này không quá dài khiến các thông tin trên bản cáo bạch bị thay đổi.

Trong tình hình đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính như hiện nay, việc đơn giản hóa thủ tục đăng ký phát hành TPDN là cần thiết và phù hợp xu thế chung của nền kinh tế.

Công khai hóa, minh bạch hóa thông tin theo tiêu chuẩn quốc tế:

Việc công khai hóa, minh bạch hóa thông tin về tình hình hoạt động, doanh thu – chi phí và lợi nhuận của DN giúp các nhà đầu tư an tâm khi giao dịch mua bán các loại TP, hướng đến một thị trường tài chính vững mạnh và minh bạch, thu hút các nhà đầu tư quan tâm nhiều hơn vào thị trường tài chính nói chung và TTTP nói riêng. Đây là một yếu tố quan trọng đối với hiệu quả của hình thức huy động thông qua phát hành chứng khoán trên thị trường vốn. Do đó, các cơ quan quản lý cần nhanh chóng xây dựng các chuẩn mực kế toán-kiểm toán theo tiêu chuẩn quốc tế, đảm bảo quản lý kế toán thống nhất trong toàn bộ nền kinh tế, tiến đến hệ thống báo cáo tài chính phù hợp chuẩn mực kế toán quốc tế.

Song song đó, nên xây dựng các chế tài xử lý vi phạm về công bố thông tin trên TTCK, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần khẩn trương xây dựng những văn bản hướng dẫn chi tiết các xử lý vi phạm về công bố thông tin trong Luật chứng khoán, cần có các chế tài đủ mạnh để xử lý những trường hợp cố ý đưa tin sai lệch về tình hình hoạt động của DN và giá cả của chứng khoán. Có như vậy mới hạn chế được hiện tượng thông tin bất cân xứng trên TTCK hiện nay.

Tóm lại, hệ thống thông tin càng rõ ràng, minh bạch sẽ giúp nâng cao uy tín của DN khi thực hiện phát hành TP trên thị trường vốn. Đối với DN và nhà đầu tư, bài học kinh nghiệm của TP Vietcombank còn đó, rõ ràng việc công khai minh bạch thông tin vừa ảnh hưởng tốt cho DN, vừa giữ uy tín trước nhà đầu tư. Đối với nền kinh tế, công khai minh bạch thông tin sẽ tạo sự bình ổn, niềm tin của dân chúng đầu tư khi tham gia TTCK, đảm bảo thực hiện thành công mục tiêu, định hướng phát triển thị trường vốn Việt Nam.

Xây dựng những cơ chế chính sách, hướng công chúng đến với thị trường giao dịch

TP: Nhằm động viên và thu hút sự tham gia giao dịch của các tổ chức, cá nhân trên thị trường thứ cấp, qua đó làm tăng tính thanh khoản cho thị trường, một số chính sách có thể áp dụng như:

➤ Áp dụng chính sách miễn giảm thuế liên quan đến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh TP cho bất kỳ tổ chức hay cá nhân.

➤ Cho phép các tổ chức tín dụng được duy trì một tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhất định bằng TP nhằm tạo nhu cầu mua bán, trao đổi TP đồng thời qua đó giảm lượng cung tiền tệ trên thị trường.

➤ Tạo lập một thị trường mua bán TP tập trung (có thể tại TTGDCK hay thị trường mở) mà ở đó người mua và người bán có thể dễ dàng gặp nhau để yết giá, giao dịch với chi phí thấp và an toàn do có một tổ chức đứng ra đảm bảo việc thanh toán .

➤ Nâng cao kiến thức của công chúng về TP và đầu tư chứng khoán nhằm mở rộng đối tượng tham gia, tăng cầu thị trường. Việt Nam với dân số hơn 80 triệu người, nếu biết cách tuyên truyền, vận động và định hướng tốt sẽ tạo ra một nguồn cầu đáng kể cho TTTP cũng như giúp các nhà đầu tư tham gia một cách chủ động hơn vào TTTP. Đây là một bài học kinh nghiệm mà các nước Châu Âu và Nhật Bản đã áp dụng thành công trong thời kỳ hậu chiến.

Xây dựng đường cong lãi suất chuẩn – nền tảng lãi suất

Nếu DN đi vay NH thì thật dễ dàng xác định mức lãi suất huy động. Tuy nhiên, khi huy động vốn qua kênh phát hành TP, DN thường lúng túng trong việc tự xác định mức lãi suất phù hợp với tình hình thị trường và điều kiện của DN. Do vậy, sự tồn tại một đường cong lãi suất chuẩn để làm cơ sở cho việc xác định lãi suất TPDN là hết sức cần thiết. Đường cong này được hình thành từ lãi suất TPCP, nên yêu cầu đặt ra là phải có một TTTPCP phát triển đủ mạnh. TPCP phải được phát hành đều đặn, định kỳ với thời hạn đa dạng và phải được chuẩn hóa về các đặc tính kỹ thuật như mệnh giá, lãi suất, thời gian đáo hạn. Với nguyên tắc thông thường, TP có thời gian đáo hạn càng dài thì lãi suất càng cao, do mức bù đắp rủi ro kỳ hạn càng lớn.

Lãi suất TPDN = Lãi suất TPCP + Mức bù

Uy tín của DN chính là cơ sở để xác định mức bù hợp lý, DN nào được đánh giá cao, hoặc được tổ chức ĐMTN càng cao thì mức bù rủi ro càng thấp và do đó lãi suất TP phát hành sẽ thấp hơn mức lãi suất TP của những DN bị xếp hạng tín nhiệm thấp.

Để trở thành một TTTP hiệu quả, Việt Nam có thể kết nối thị trường của mình với các nước trong khu vực để tạo ra một thị trường đủ lớn, nhằm thu hút các nhà đầu tư nước ngoài.

Phát triển thị trường phi tập trung (OTC)

Ngoài TTCK tập trung, đa số các nước trên thế giới đều có cơ chế cho hoạt động của TTCK phi tập trung, nơi giao dịch của những chứng khoán chưa niêm yết hoặc chưa đủ điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung. Thực tế thời gian qua, quy mô thị trường OTC tăng mạnh cả về giá trị giao dịch lẫn số lượng DN tham gia. Lý do của thực tế này một phần vì tâm lý e ngại giao dịch trên sàn chính thức của các DN (nhất là DNNN mới chuyển đổi thành công ty cổ phần), một phần vì hầu hết DN Việt Nam có quy mô vừa và nhỏ nên chưa

đủ điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung. Cơ chế xác lập giá trên Trung tâm OTC hiện nay theo phương thức thỏa thuận giá giữa người mua và người bán, giữa các nhà đầu tư và các công ty chứng khoán tạo lập thị trường, giữa các công ty chứng khoán làm nhiệm vụ đại lý hoặc tạo lập thị trường hoặc các thị trường khác. Cơ chế này cho phép giảm thiểu thời gian tìm đối tác, quá trình đàm phán thương lượng nhanh chóng, đảm bảo tính bảo mật thông tin giữa các nhà đầu tư, tiết kiệm chi phí giao dịch...

Tuy nhiên, để Trung tâm OTC phát triển lành mạnh, an toàn và trở thành nơi giao dịch đáng tin cậy, cần chú trọng một số vấn đề sau :

- Tăng cường sự phối hợp trong công tác giám sát giao dịch, công bố thông tin để đảm bảo tính công khai minh bạch, công bằng giữa các chủ thể tham gia trên thị trường.

- Tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư cá nhân tham gia mua bán chứng khoán trên thị trường, nhằm tăng tính thanh khoản cho chứng khoán.

- Tiếp tục hoàn thiện và ứng dụng công nghệ thông tin hiện đại đáp ứng các giao dịch từ xa được diễn ra nhanh chóng, rút ngắn khoảng cách về không gian và thời gian cho các nhà đầu tư.

- Khuyến khích các DN vừa và nhỏ đăng ký tham gia thị trường OTC, có thể xem đây là môi trường làm quen trước khi lên sàn giao dịch chính thức.

Thị trường OTC đi vào hoạt động giúp mở rộng phạm vi thị trường có tổ chức, thu hẹp thị trường tự do, hình thành một kênh huy động vốn đầu tư phát triển, từ đó thúc đẩy TTCK Việt Nam nói chung và TTTPDN nói riêng phát triển nhanh hơn, đáp ứng yêu cầu của nền kinh tế thị trường.

Phát triển đội ngũ các nhà tạo lập thị trường

Khi nói đến thị trường OTC, không thể không nói đến vai trò của nhà tạo lập thị trường, họ chính là người thực hiện chức năng duy trì thị trường cho một loại chứng khoán cụ thể. Thông thường họ là những nhà môi giới đã được đăng ký, nhưng không phải tất cả các nhà môi giới đã đăng ký đều là những nhà tạo lập thị trường. Để có thể trở thành nhà tạo lập thị trường thì người môi giới phải thực sự quan tâm đến việc tạo dựng thị trường cho một loại chứng khoán.

Vai trò của các nhà tạo lập thị trường được thể hiện thông qua các hoạt động sau :

- Duy trì tính linh hoạt của thị trường đối với một loại chứng khoán khi chứng khoán đó phát hành ra thị trường.

- Tăng khả năng thực hiện giao dịch một loại chứng khoán có thể sinh lời do sự cạnh tranh về giá cả đặt ra giữa các nhà tạo lập thị trường khác nhau đối với cùng loại chứng khoán đó.

- Thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư tới một loại chứng khoán không niêm yết trên thị trường.

- Tăng tính linh hoạt của thị trường đối với một loại chứng khoán khi tăng số lượng các nhà tạo lập thị trường.

Trong điều kiện TTTPDN còn sơ khai, cần thiết hình thành và phát triển đội ngũ các nhà tạo lập thị trường có kỹ năng chuyên môn và đạo đức nghề nghiệp, có tính độc lập công bằng với tất cả các nhà đầu tư, không được phép thiên vị với bất cứ bên nào. Với vai trò chuyên trách của mình, các nhà tạo lập thị trường sẽ góp phần đáng kể vào việc phát triển thị trường OTC trở thành thị trường giao dịch hiệu quả không chỉ cho TP mà cả CP chưa niêm yết. Để thu hút các nhà tạo lập thị trường, cần nói lỏng sự can thiệp và điều hành của cơ quan quản lý về lãi suất TP, nên nghiên cứu xây dựng lãi suất TP linh hoạt theo thị trường.

3.2.2.2. Nhóm giải pháp về phía chủ thể phát hành TP:

Trước hết cần tạo thói quen huy động vốn bằng cách phát hành TP thay vì vay NH:

Một thực tế hiện nay là đa số các DN khi có nhu cầu về vốn thường sẽ nghĩ ngay đến hình thức huy động là vay NH. Thói quen này đã làm hạn chế nguồn cung TPDN. Bên cạnh đó, trình độ quản lý kém, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của DN không ổn định cũng gây tâm lý e ngại huy động vốn bằng phát hành TP. Vì khi huy động vốn bằng kênh này, DN phải có kỹ năng quản lý luồng tiền tốt, nghĩa là phải duy trì luồng tiền đều đặn hàng năm để trả lãi cho các trái chủ. Điều này cũng đòi hỏi lợi nhuận hàng năm mà DN nhận được phải tương đối ổn định. Đây là một vấn đề không phải DN nào cũng có khả năng thực hiện được. Tuy nhiên, các DN cần có một cái nhìn lạc quan về tầm quan trọng của việc huy động vốn qua TTTP. Chính hình thức huy động vốn này sẽ gián tiếp thúc đẩy DN phấn đấu nỗ lực trong quá trình hoạt động kinh doanh, kích thích DN học hỏi kinh nghiệm quản lý, tổ chức để điều hành DN một cách thận trọng, mang lại hiệu quả cao.

Các DN cần hỗ trợ tích cực việc thực thi các chính sách của nhà nước:

Để phát triển TTTPDN, thời gian vừa qua, chính phủ cũng đã nghiên cứu và đề ra một số giải pháp nhằm tiến tới xây dựng và hoàn thiện thị trường. Tuy nhiên, để các giải pháp, chính sách này đạt hiệu quả cao nhất thì nhất định không thể thiếu sự hỗ trợ từ phía các DN. Các nhà phát hành cần phối hợp chặt chẽ với các cơ quan quản lý về vấn đề công bố thông tin, tham gia đóng góp trong quá trình ban hành các chính sách về TTTP.

Các DN cần luôn tích cực chủ động, phát huy vai trò tiên phong tiếp cận học hỏi kinh nghiệm, nâng cao kinh nghiệm quản lý từ các nước đã có thị trường phát triển. Từ đó, mạnh dạn đề xuất với chính phủ những mô hình thiết thực. Các DN phải có ý thức tự giác tạo một môi trường thuận lợi cho việc thực thi chính sách phát triển thị trường tài chính, trong đó có

TTTPDN. Điều này không chỉ đem lại lợi ích chung cho thị trường tài chính mà nó còn đem lại những thuận lợi không nhỏ cho các DN trong việc huy động các nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh của mình.

Xác định lãi suất TP phù hợp:

Nghiên cứu và phát triển các kỹ thuật định giá TP một cách phù hợp, linh hoạt với những thay đổi của nền kinh tế thị trường nhằm tăng tính hấp dẫn của TPDN. Các DN cần nghiên cứu, áp dụng hình thức phát hành TP có lãi suất thả nổi, khi đó lãi suất TP sẽ phản ánh sự tác động của thị trường, cũng như giảm được thiệt hại do ảnh hưởng của lạm phát khi nắm giữ TP. Từ đó, TP sẽ hấp dẫn các nhà đầu tư, góp phần làm tăng tính thanh khoản của TP.

Các DN cần nâng cao, đổi mới tư duy quản lý DN và sử dụng vốn có hiệu quả: Cần phải đảm bảo được 3 khâu quan trọng, đó là: DN xây dựng được chiến lược phát triển dài hạn, trong đó có việc huy động vốn; có phương thức quản lý ngân quỹ hiệu quả; công bố thông tin và tiến hành các thủ tục phát hành TPDN.

Trước hết, về việc huy động vốn, DN cần phải xác định nhu cầu huy động vốn là để đầu tư, để trả nợ hay để sản xuất kinh doanh. Nhưng dù với mục đích nào thì DN cũng cần phải gắn với việc huy động với việc sử dụng vốn, quản lý tốt ngân quỹ. Các DN phải nỗ lực, cố gắng trong quá trình sản xuất kinh doanh. Cần có phương án và đảm bảo sử dụng nguồn vốn huy động một cách hiệu quả. Từ đó có thể đạt lợi nhuận cao đảm bảo khả năng thanh toán vốn gốc và lãi cho các nhà đầu tư đúng hạn. Qua đó, tạo được niềm tin cho nhà đầu tư; bảo đảm an toàn tài chính.

Về công bố thông tin và các thủ tục phát hành TP, đây là mảng đặc biệt quan trọng mà bất cứ DN nào khi muốn phát hành TP cũng cần chú ý. Mọi thông tin cần thiết và liên quan đến việc phát hành TP của DN cần phải được công bố rộng rãi, minh bạch tạo sự tin cậy cho các nhà đầu tư. Các DN phát hành TP cần phải tuân thủ theo chuẩn mực kế toán- kiểm toán Việt Nam và quốc tế. Việc cung cấp các thông tin, số liệu phải chính xác với thực trạng, được hạch toán kịp thời. Xây dựng và thẩm định dự án thật kỹ trước khi quyết định đầu tư; phải nhận diện được rủi ro trong hoạt động kinh doanh và có biện pháp hạn chế rủi ro; đảm bảo tỷ lệ lợi nhuận phải cao hơn lãi suất tiền gửi tiết kiệm

Về quy trình phát hành TP, DN có thể tham khảo tư vấn của các chuyên gia, các tổ chức trong và ngoài nước, nhưng điều mấu chốt là DN vẫn phải là người đưa ra quyết định cuối cùng và phải hết sức chú ý gắn việc phát hành TP với việc huy động vốn. Qua đó, giúp cho các nhà đầu tư có cái nhìn tích cực hơn đối với TPDN, đây là điều kiện hết sức quan trọng giúp TPDN tiếp cận các nhà đầu tư dễ dàng hơn.

Các NH cần tham gia tích cực vào sự phát triển của TTTPDN

Đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam với tiềm năng về vốn trong dân cư còn rất lớn nên sự tham gia của các NHTM vào TTCK là hết sức cần thiết, nhất là trong giai đoạn TTTPDN còn sơ khai.

Thực tế hiện nay, hầu hết các công ty chứng khoán đều là một bộ phận của các NHTM, trong xu thế tự do cạnh tranh, các công ty chứng khoán ngày càng có nhiều dịch vụ tư vấn khá tốt cho các DN muốn phát hành chứng khoán lần cho các nhà đầu tư muốn tham gia TTCK. Các NH phải chuyên nghiệp hóa hoạt động đầu tư thông qua việc thành lập công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ đầu tư. Việc làm này cũng tạo ra tiền đề giúp cho TTCK đi vào hoạt động một cách chuyên nghiệp. Khi đó, đầu tư vào TTTP DN sẽ là các công ty quản lý quỹ đầu tư với vai trò là NH đầu tư trong việc huy động vốn thông qua việc thành lập các quỹ. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ có thể ủy thác vốn và tham gia vào thị trường đầu tư bằng cách mua các chứng chỉ quỹ. Và đến lượt công ty chứng khoán tham gia và thể hiện vai trò của mình như là một NH đầu tư ở chỗ thực hiện tư vấn, môi giới, lưu ký và bảo lãnh phát hành... Do vậy, để TTTPDN phát triển, cần thực hiện một số vấn đề sau :

- Xác định hệ thống NH và TTTPDN không tồn tại mâu thuẫn, tuy đối lập với nhau về lợi ích nhưng vẫn có mối quan hệ nhất định, chúng cần hỗ trợ nhau để đáp ứng nhu cầu của các DN và nhà đầu tư.

- Trong giai đoạn hiện nay, khuyến khích các NHTM tham gia TTCK với vai trò trung gian, cầu nối giữa các DN, nhà đầu tư với TTTPDN. Các NHTM, cụ thể là các công ty chứng khoán cần tư vấn cho DN về việc phát hành TP huy động vốn, tư vấn cho nhà đầu tư về TPDN như một loại chứng khoán ít rủi ro và có thu nhập ổn định.

- Về lâu dài, nên định hướng xây dựng hệ thống NH trở thành chủ thể chủ yếu cung cấp các công cụ nợ ngắn hạn, còn các công cụ nợ trung dài hạn là của TTTPDN. Muốn vậy, cần có một quá trình tạo lập và hoàn thiện đủ điều kiện cũng như khung pháp lý cần thiết cho sự phát triển của hệ thống NH và TTTPDN trong mối quan hệ hỗ trợ vì sự phát triển an toàn của thị trường tài chính và của nền kinh tế quốc gia.

Phát triển các trung tâm lưu ký TP riêng biệt

Đa số các nhà đầu tư khi mua TP đều nắm giữ cho đến khi đáo hạn. Các hình thức mua bán giao dịch TP hầu như chưa được quan tâm. Do đó, cần tạo điều kiện cho các TP dễ dàng chuyển nhượng, làm tăng tính thanh khoản cho TP. Một trong những biện pháp thiết thực đó là hình thành và phát triển trung tâm lưu ký TP. Trung tâm này cung cấp dịch vụ đăng ký, lưu ký chứng khoán phát hành ra công chúng và cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán các giao dịch chứng khoán niêm yết. Ứng dụng công nghệ thông tin hiện đại vào các quy trình đăng ký, lưu ký, thanh toán bù trừ nhằm tạo điều kiện dễ dàng cho các nhà đầu tư, các DN phát hành tiếp cận thị trường nhanh chóng, kịp thời, hiệu quả. Qua đó, hỗ trợ tích cực cho việc giao dịch mua bán TP

trên thị trường, hạn chế rủi ro trong quá trình giao dịch, mở rộng được phạm vi giao dịch thúc đẩy thị trường thứ cấp phát triển mạnh. Ngoài ra, thông qua trung tâm lưu ký, các TP được quản lý tập trung giúp cho các DN dễ dàng hơn trong việc kiểm soát nguồn nợ vay, và dễ dàng tiếp cận với những thông tin về chủ thể phát hành cũng như người nắm giữ TP.

3.2.2.3. Về phía nhà đầu tư TP:

Cần nhận thức đúng đắn và trang bị những hiểu biết nhất định về TP. Cần xem xét một tỷ lệ TP nhất định trong danh mục đầu tư của mình, tham gia tích cực vào việc phát triển thị trường phát hành cũng như thị trường giao dịch. Khuyến khích và tạo điều kiện cho hoạt động của các quỹ đầu tư, quỹ hưu trí... vì đây là những nhà đầu tư tiềm năng và ổn định của TTTP.

Các nhà đầu tư TP phải chuyên nghiệp hóa cách thức đầu tư trên TTTP. Hiện nay, các nhà đầu tư chủ yếu là các tổ chức như: Công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí,... nên cần phải có một phương án sử dụng vốn thật an toàn hiệu quả. Các nhà đầu tư này càng phát triển vững mạnh là một động lực to lớn cho sự phát triển TTTPDN, góp phần tạo ra một lượng cầu to lớn về TP. Ngược lại, khi TTTP phát triển thì đây là một kênh đầu tư vốn hiệu quả của các quỹ này.

Kết luận chương 3:

Tóm lại, TTTPDN Việt Nam còn rất tiềm năng. Bên cạnh những cơ hội triển vọng, còn vô số khó khăn thách thức. Để TTTP phát huy được vai trò một kênh huy động vốn hiệu quả trong nền kinh tế, cùng với TTCP góp phần thúc đẩy thị trường vốn phát triển. Chúng ta cần nghiên cứu và triển khai các giải pháp đồng bộ, thiết thực, mang lại hiệu quả cao. Bên cạnh đó, cần có sự phối hợp chặt chẽ giữa cơ quan quản lý, DN và nhà đầu tư trong quá trình xây dựng và phát triển TTTP. Với những vấn đề đã nghiên cứu và trình bày như trên, chúng ta hoàn toàn có căn cứ để tin rằng TTTPDN sẽ có những bước phát triển vượt bậc trong tương lai, thúc đẩy thị trường tài chính phát triển, góp phần tạo một kênh huy động vốn hiệu quả phục vụ cho sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước.

KẾT LUẬN

Với công cuộc đổi mới và cải cách kinh tế, nền kinh tế Việt Nam đã từng bước chuyển đổi từ cơ chế kế hoạch tập trung sang cơ chế thị trường và ngày càng hội nhập sâu rộng hơn vào nền kinh tế khu vực và thế giới. Đặc biệt, sau khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO), đã mở ra nhiều cơ hội cũng như thách thức cho nền kinh tế nước ta. Để có thể hòa nhập cùng nền kinh tế thế giới, đòi hỏi chúng ta phải không ngừng đổi mới kỹ thuật công nghệ, nâng cao trình độ đội ngũ quản lý, tạo môi trường kinh doanh thông thoáng... Đặc biệt, phải thúc đẩy thị trường vốn phát triển, trong đó thị trường trái phiếu giữ vai trò chủ đạo. Hiện nay, thị trường tài chính có nhiều biến động khiến các doanh nghiệp khó tiếp cận với nguồn vốn thông qua phát hành cổ phiếu và vay ngân hàng. Do đó, cần tìm một nguồn huy động mới. Và phát hành trái phiếu đã đáp ứng được nhu cầu đó. Đây là một kênh huy động vốn nợ có hiệu quả, vừa tăng tính tự chủ, độc lập cho doanh nghiệp, vừa chia sẻ rủi ro cho nhiều nhà đầu tư, san sẻ gánh nặng cho hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam còn non trẻ, hệ thống pháp lý chưa hoàn thiện, chưa có tổ chức định mức tín nhiệm, trình độ quản lý doanh nghiệp còn kém, chưa có đường cong lãi suất chuẩn, các doanh nghiệp còn xa lạ với hình thức phát hành trái phiếu...

Chúng ta cần nghiên cứu và triển khai các giải pháp một cách đồng bộ từ phía cơ quan quản lý nhà nước, các chủ thể phát hành, đến nhà đầu tư. Đề tài “**PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM, TẠO KÊNH HUY ĐỘNG VỐN HIỆU QUẢ**” được thực hiện xuất phát từ yêu cầu đó. Qua đó, đã đề xuất một số kiến nghị với các cơ quan quản lý nhà nước về môi trường pháp lý. Đồng thời, đưa ra một số biện pháp nhằm giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với nhiều nguồn vốn, nâng cao nhận thức, thay đổi tư duy của các doanh nghiệp và nhà đầu tư, thu hút sự quan tâm của các đối tượng này đối với thị trường TPDN... Tuy nhiên, ở một mức độ nào đó thì đề tài vẫn còn có những khiếm khuyết trong việc phát triển các giải pháp này. Tóm lại, trong điều kiện nền kinh tế nước ta hiện nay, việc phát triển thị trường TPDN là một tất yếu khách quan. Chúng ta hy vọng rằng với những bước đi hợp lý, các giải pháp được triển khai một cách đồng bộ, thị trường TPDN Việt Nam sẽ có những bước phát triển mạnh mẽ trong tương lai, phát huy vai trò của một kênh huy động trung dài hạn hiệu quả, góp phần đóng góp vào công cuộc phát triển kinh tế của đất nước.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

I. Văn bản pháp lý:

1. Quốc Hội khoá 11, *Luật Chứng khoán (Luật số 70/2006/QH 11) năm 2006 về chứng khoán và thị trường chứng khoán.*
2. Quốc Hội khóa 11, *Luật Doanh nghiệp (Luật số 60/2005/QH11) năm 2005.*
3. Chính phủ, *Nghị định 144/2003/NĐ-CP ngày 28/11/2003 về chứng khoán và thị trường chứng khoán.*
4. Chính phủ, *Nghị định 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.*
5. Thủ Tướng Chính phủ, *Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg ngày 05/08/2003 về việc phê duyệt chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010.*
6. Bộ Tài Chính, *Quyết định số 86/2008/QĐ-BTC ngày 15/01/2008 về phê duyệt đề án xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu chính phủ chuyên biệt.*
7. Thống đốc Ngân hàng nhà nước, *Quyết định số 1287/2002/QĐ-NHNN ngày 22/11/2002 về việc ban hành Quy chế phát hành giấy tờ có giá của tổ chức tín dụng để huy động vốn trong nước.*
8. Ủy ban Chứng khoán nhà nước, *Quyết định số 301/QĐ-UBCK ngày 09/05/2006 Về việc ban hành Quy chế xét duyệt đăng ký phát hành chứng khoán ra công chúng, cấp phép niêm yết chứng khoán, cấp phép hoạt động kinh doanh và dịch vụ chứng khoán.*
9. Các thông tư hướng dẫn và văn bản khác có liên quan.

II. Tài liệu tiếng Việt

1. Nguyễn Thị Thúy Nga (2005), *Thực trạng và các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành Phố Hồ Chí Minh.
2. PGS.TS Phan Thị Bích Nguyệt (2006), *Đầu tư tài chính*, NXB Thống kê.
3. PGS.TS Trần Ngọc Thơ chủ biên (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà Xuất bản Thống kê.

4. TS Nguyễn Minh Kiều (2006-2007), *Định giá trái phiếu*, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright
5. PGS.TS Sử Đình Thành (2006), *Lý thuyết tài chính – tiền tệ*, NXB Thống kê.
6. Mai Thị Thu Vân (2006), *Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam*, Luận văn Thạc sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành Phố Hồ Chí Minh.
7. Hội thảo (08/4/2008), *Thị trường vốn Việt Nam*, TP. HCM
8. Hội thảo (14/8/2007), *Phát hành trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam*, Bộ Tài Chính, Hà Nội.

III. Tài liệu báo chí và tạp chí:

1. ThS. Lê Quang Cường, “*Xây dựng mô hình tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam*”, Tạp chí Phát triển kinh tế (số tháng 4/2007), trang 31-32.
2. TS. Nguyễn Thị Loan, “*Phân tích các phương thức phát hành trái phiếu tại các Ngân hàng Thương mại Việt Nam*”, Tạp chí Phát triển kinh tế (số tháng 6/2007), trang 29-30.
3. ThS Nguyễn Hữu Tú (03/2005), “*Góp bàn về phát hành trái phiếu Công ty ở Việt Nam*”, Tạp chí Chứng khoán Việt Nam, (Số 3), tr.22-24.
4. Diễn đàn nghiên cứu Tài chính Tiền tệ, “*Phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020*”, Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ (số 8(220) ngày 15/04/2007) , trang 22-23.
5. TS. Võ Trí Thành, “*Thị trường tài chính Việt Nam: Thực trạng và tác động của việc Việt Nam gia nhập WTO*”, Tạp chí Đầu tư chứng khoán (số 28 ngày 10/7/2006), trang 12.
6. Thông tin tham khảo trên các website :
www.mof.gov.vn, www.vienkinhte.hochiminhcity.gov.vn,
www.kiemtoan.com.vn, www.nciec.gov.vn, www.sbc.gov.vn,
www.bidv.com.vn, www.vir.com.vn, www.vneconomy.com.vn,
www.sbv.gov.vn, www.adb.org.vn, www.centralbank.vn, www.ors.com.vn

III. Tài liệu tiếng Anh:

1. ERD Working Paper No. 35: Economics and research Department (www.adb.org), Raul Fabella Srinivasa Madhur (2/2003), “bond market

development in east asia: issues and challenges”

2. Bill Rini (bill at moneypages.com), Mike Tinnemeier (12/11/2002), “Bonds-Moody Bond Ratings”
3. Dow Jones News (25/8/2003), “ Sinopec to issue bond : Cheaper than borrowing from banks”.

Phụ lục 1A:

Phân loại TPDN

• Căn cứ theo hình thức phát hành:

+ *TP được phát hành theo mệnh giá* là loại TP mà người sở hữu TP phải trả cho người phát hành một số tiền bằng đúng mệnh giá TP để có được TP đồng thời người sở hữu TP sẽ nhận được một cam kết chi trả lãi định kỳ và nhận lại số vốn gốc bằng đúng mệnh giá TP khi đáo hạn từ người phát hành.

+ *TP được phát hành theo hình thức chiết khấu (discount)* là loại TP không có kỳ lãnh lãi. Nhà đầu tư sẽ mua TP này với giá thấp hơn mệnh giá, tiền lãi TP chính là phần chênh lệch giữa giá mua và mệnh giá.

• Căn cứ theo tính chất chuyển nhượng:

+ *TP vô danh* là TP không mang tên trái chủ, cả trên chứng chỉ cũng như trên sổ sách của người phát hành. Những phiếu trả lãi đính theo tờ chứng chỉ, và khi đến hạn trả lãi, người giữ TP chỉ việc xé ra và mang tới NH nhận lãi. Khi TP đáo hạn, người nắm giữ nó mang chứng chỉ tới NH để nhận lại khoản cho vay.

+ *TP ký danh* là loại TP có ghi tên và địa chỉ của trái chủ, trên chứng chỉ và trên sổ của người phát hành. Hình thức ghi danh có thể chỉ thực hiện cho phần vốn gốc, cũng có thể là ghi danh toàn bộ, cả gốc lẫn lãi. Dạng ghi danh toàn bộ mà đang ngày càng phổ biến là hình thức ghi sổ. TP ghi sổ hoàn toàn không có dạng vật chất, quyền sở hữu được xác nhận bằng việc lưu giữ tên và địa chỉ của chủ sở hữu trên máy tính.

• Căn cứ theo lãi suất TP

+ *TP có lãi suất thả nổi*

Là loại TP mà lãi suất coupon không được ấn định từ đầu mà sẽ được điều chỉnh theo sự biến động của một chỉ số lãi suất thị trường tổng thể nào đó. Với loại TP này, lãi suất coupon sẽ được tái ấn định theo định kỳ một năm hay nửa năm một lần, để phản ánh đúng những diễn biến của lãi suất trên thị trường. Như vậy, công ty phát hành và những người đầu tư có thể được bảo vệ phần nào trước những rủi ro lãi suất.

+ *TP có lãi suất cố định:* Đây là loại phổ biến nhất, là TP mà mức lãi coupon sẽ được ấn định trước và cố định không chịu tác động của các yếu tố thị trường. lãi coupon sẽ được nhận định kỳ 6 tháng hay 1 năm trong suốt chu kỳ của TP.

• Căn cứ theo phạm vi lưu thông

+ TP quốc nội

+ TP quốc tế

• Theo thời gian đáo hạn:

+ TP ngắn hạn: Thời hạn 1 đến 5 năm:

- + TP trung hạn: Thời hạn 5 đến 15 năm
- + TP dài hạn: Trên 15 năm.
- + *TP vĩnh viễn*: Đây là TP không có ngày đáo hạn. Loại TP này thường được thực hiện trả nợ tùy theo lựa chọn của công ty phát hành. Loại TP này không phổ biến ở Mỹ, nhưng cũng phổ biến ở một số nước như Anh Quốc (công trái hợp nhất), ở Pháp (Công trái thực lợi).

- ***Căn cứ theo mức độ an toàn***

- + *TP có đảm bảo*: Là TP được đảm bảo bằng những tài sản thế chấp cụ thể, thường là bất động sản và các thiết bị. Người nắm giữ TP này được bảo vệ ở một mức độ cao trong trường hợp công ty phá sản, vì họ có quyền đòi nợ đối với một tài sản cụ thể.

- + *TP không bảo đảm*: Là TP không được đảm bảo bằng tài sản mà bằng uy tín của công ty. Nếu công ty bị phá sản, những trái chủ của TP này được giải quyết quyền lợi sau các trái chủ có bảo đảm, nhưng trước cổ đông.

- ***Căn cứ vào đối tượng của TP***

- + *TP bất động sản*: TP bất động sản có lãi suất bình thường cộng với một tỷ lệ tăng giá trị bất động sản nhất định.

- + *TP vàng*: TP vàng là một loại TP thanh toán bằng tiền vàng.

- + *TP mệnh giá Đôla* được phát hành tại Mỹ bởi những công ty nước ngoài. Thông lệ giao dịch đối với loại TP này cũng giống như đối với các TPDN Mỹ. TP đảm bảo bằng hàng hóa là những TPDN được phát hành với mệnh giá gắn với giá của một số hàng hóa nhất định.

- ***Căn cứ vào đối tượng chịu trách nhiệm chi trả TP:***

- + *TP chi nhánh*: TP chi nhánh rất phổ biến trong ngành công nghiệp đường sắt, ở đây nghĩa vụ trả nợ của TP thuộc về các chi nhánh hay các đơn vị trực thuộc hệ thống đường sắt. Ban đầu TP này có thể là TP của một công ty mà sau đó bị một công ty khác thôn tính. Sau khi chiếm hữu được công ty con, công ty mẹ không can thiệp vào số TP này và gọi chúng là TP chi nhánh hay TPDN con.

- + *TP liên kết*: TP liên kết do hai công ty hay nhiều hơn cùng chịu trách nhiệm thanh toán. Các TP này thông thường được bảo đảm bằng các tài sản khác nhau của những công ty liên kết nói trên. TP này rất phổ biến trong lĩnh vực đường sắt khi một vài công ty muốn huy động vốn bằng hình thức phát hành TP để tài trợ cho những thiết bị chung như cầu cống, các sân ga.

- + *TP được bảo đảm hay TP ký hậu*: Đây là TP mà việc thanh toán cả vốn và lãi được bảo đảm bởi một công ty khác chứ không phải là người phát hành. Loại TP này thường được sử dụng phổ biến trong ngành công nghiệp nói chung cũng như ngành

đường sắt nói riêng, khi một công ty được hưởng lợi từ công ty phát hành TP đứng ra đảm bảo việc thanh toán TP cho công ty này.

Ngoài những đặc điểm trên, mỗi đợt TP được phát hành có thể được gắn kèm theo những đặc tính riêng khác nữa nhằm đáp ứng nhu cầu cụ thể của một bên nào đó. Cụ thể:

+ *TP có thể mua lại*: cho phép người phát hành mua lại chứng khoán trước khi đáo hạn khi thấy cần thiết. Đặc tính này có lợi cho người phát hành song lại bất lợi cho người đầu tư, tổ chức phát hành được phép đơn phương thay đổi thời hạn của TP và do đó kết thúc các dòng thanh toán sớm hơn dự kiến ban đầu. Việc phát hành loại TP này thường được áp dụng khi lãi suất trên thị trường giảm xuống. Nếu công ty phát hành thực hiện quyền này, họ có thể huy động được khoản vốn khác thay thế cho số TP này với một mức chi phí có lợi hơn nên loại TP này có thể có lãi suất cao hơn so với những TP khác có cùng thời hạn.

+ *TP có thể bán lại*: cho phép người nắm giữ TP được quyền bán lại TP cho bên phát hành trước khi TP đáo hạn. Quyền chủ động trong trường hợp này thuộc về nhà đầu tư. Nếu lãi suất trên thị trường tăng khiến cho giá TP giảm xuống, người đầu tư có thể tránh được khoản thua lỗ bằng cách thực hiện quyền bán lại đó. Do đó lãi suất của TP này có thể thấp hơn so với những TP khác có cùng thời hạn.

+ *TP có thể chuyển đổi*: cho phép người nắm giữ nó có thể chuyển đổi TP thành cổ phiếu thường. Tùy theo lựa chọn của mình, người đầu tư có thể quyết định có thực hiện điều khoản chuyển đổi này hay không. Thông thường, việc chuyển đổi chỉ diễn ra khi công ty có kết quả kinh doanh cũng như triển vọng kinh doanh tốt và cổ phiếu tăng giá hoặc có tiềm năng tăng giá mạnh trên thị trường.

+ *TP chuyển đổi có thể được công ty thu hồi trước hạn*. Lãi suất giảm có thể dẫn đến việc TP được thu hồi trước hạn do công ty phát hành muốn thay khoản nợ của mình bằng một khoản vay khác với lãi suất thấp hơn. TP chuyển đổi có các loại như sau:

- TP chuyển đổi có thể thu hồi trước hạn;
- TP chuyển đổi theo điều khoản của quỹ thanh toán nợ. Điều khoản này cho phép công ty phát hành TP thu hồi trước hạn một số TP nhất định mỗi năm.
- TP chuyển đổi có tỷ lệ chuyển đổi khác nhau. Đối với TP này số cổ phần thường mà TP có thể đổi được khác nhau theo từng thời điểm trong thời hạn TP.

- TP chuyển đổi có lãi suất liên quan với lợi tức cổ phần thường. Khi lãi suất được điều chỉnh, lãi suất TP tính trung bình hàng năm sẽ luôn cao hơn lợi tức cổ phần thường.

Ngoài ra, trên thị trường quốc tế còn có các loại TP sau:

+ *TP ủy thác thế chấp*: TP ủy thác thế chấp là TP được đảm bảo bằng quyền giữ tài sản thế chấp của một loạt các chứng khoán nợ khác do người nhận tín thác hay một công ty tín thác nắm giữ. Loại TP này thường do một công ty mẹ phát hành trên cơ sở thế chấp các chứng khoán của một công ty con.

+ *Chứng chỉ người tiếp quản*: Chứng chỉ này do người tiếp quản một công ty đang trong tình trạng phá sản phát hành nhằm cấp vốn cho hoạt động bảo vệ tài sản còn lại của công ty. Đây là các giấy nhận nợ ngắn hạn được tòa án chấp thuận. Những TP này rất dễ gặp rủi ro và phụ thuộc vào uy tín chung của công ty.

+ *TP mua bất động sản*: TP này chủ yếu sử dụng để mua bất động sản mặc dù người ta cũng có thể sử dụng chúng trong việc huy động vốn. Một tài sản được sử dụng như tiền mặt do bên mua thế chấp cho bên bán nhằm mục đích đảm bảo đối ứng với giá trị bất động sản đã bán trên sổ sách kế toán. TP phát hành được đảm bảo bằng tài sản thế chấp nói trên. Số tiền thu được từ việc bán TP được sử dụng để thanh toán tiền mua bất động sản. Trong trường hợp huy động vốn thì TP loại này thường được phát hành bởi công ty đang trong tình trạng sắp bị công ty khác "thôn tính". TP này sẽ được bảo đảm bằng số cổ phần đang bị công ty thôn tính tiến hành.

+ *TP chuyển tiếp*: TP chuyển tiếp là các chứng chỉ TP tạm thời và có thể được chuyển đổi thành TP có kỳ hạn xác định. Trong thời gian bảo lãnh phát hành, nếu không có sẵn các TP dài hạn thì công ty thường phát hành TP tạm thời.

+ *TP gia hạn*: Trong trường hợp không có đủ nguồn tài chính cần thiết, để thu hồi TP khi đến hạn công ty có thể lựa chọn hình thức trì hoãn thời hạn thanh toán mà không cần phải thay đổi chứng khoán hay các điều khoản khác của hợp đồng TP, bằng cách sử dụng TP gia hạn. TP loại này có ghi rõ quyền kéo dài thời hạn thanh toán TP của công ty.

+ *TP dự tính*: Khi thôn tính công ty khác bằng hình thức trao đổi cổ phiếu, một công ty thường dự tính trước các khoản nợ và tài sản nợ của công ty đang bị chiếm hữu. Sau đó công ty mẹ (tức là công ty thôn tính) sẽ phát hành các TP theo dự tính nói trên. Bởi vậy TP này được gọi là TP dự tính.

+ *TP đăng ký vốn gốc*: TP đăng ký vốn là TP lãi suất có phần vốn được đăng ký theo tên của người sở hữu TP còn phần phiếu lãi suất đính kèm dưới dạng vô danh. Bất kỳ ai cầm phiếu lãi suất này đều có thể bán lại hay được hưởng lãi suất ghi trên phiếu còn phần vốn đã đăng ký thì chỉ có thể do chính người đăng ký TP chuyển nhượng.

+ *TP đăng ký vốn gốc và lãi suất*: Là TP không có phần phiếu lãi suất đính kèm. Cả vốn và lãi chỉ trả cho người sở hữu TP theo một thời hạn nhất định. Do khả năng chuyển nhượng hạn chế nên giá thị trường của TP đăng ký thấp hơn TP đính kèm lãi suất tương ứng.

Phụ lục 1B:

ĐIỀU KIỆN PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Điều kiện chào bán trái phiếu ra công chúng bao gồm:

- Doanh nghiệp có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán;
- Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm;
- Có phương án phát hành, phương án sử dụng và trả nợ vốn thu được từ đợt chào bán được Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty thông qua;
- Có cam kết thực hiện nghĩa vụ của tổ chức phát hành đối với nhà đầu tư về điều kiện phát hành, thanh toán, bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và các điều kiện khác.

(Trích Luật chứng khoán)

CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

1. Bảo lãnh phát hành trái phiếu:

Tổ chức bảo lãnh phát hành trái phiếu

+ Tổ chức bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp gồm các công ty chứng khoán và các định chế tài chính khác theo quy định của pháp luật.

+ Bộ Tài chính quy định tiêu chuẩn của tổ chức bảo lãnh phát hành trái phiếu và công bố công khai hàng năm để doanh nghiệp phát hành trái phiếu và các tổ chức bảo lãnh phát hành trái phiếu thực hiện.

Phương thức bảo lãnh phát hành trái phiếu

+ Việc bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp có thể do một hoặc một số tổ chức đồng thời thực hiện.

+ Trường hợp nhiều tổ chức cùng thực hiện bảo lãnh phát hành trái phiếu, thực hiện theo phương thức đồng bảo lãnh phát hành trái phiếu.

Phí bảo lãnh phát hành trái phiếu

+ Phí bảo lãnh phát hành trái phiếu do tổ chức phát hành thoả thuận với tổ chức nhận bảo lãnh phát hành.

+ Phí bảo lãnh phát hành trái phiếu được tính vào chi phí phát hành trái phiếu và hạch toán vào chi phí kinh doanh hoặc giá trị dự án, công trình sử dụng nguồn thu từ phát hành trái phiếu.

2. Đại lý phát hành trái phiếu:

Tổ chức đại lý phát hành trái phiếu

+ Tổ chức đại lý phát hành trái phiếu là các công ty chứng khoán, tổ chức tín dụng và các định chế tài chính khác theo quy định của pháp luật.

+ Bộ Tài chính quy định tiêu chuẩn của tổ chức làm đại lý phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Phương thức đại lý phát hành trái phiếu

+ Tổ chức phát hành trái phiếu có thể uỷ thác cho một hoặc một số tổ chức cùng làm nhiệm vụ đại lý phát hành trái phiếu.

+ Đại lý phát hành thực hiện bán trái phiếu cho các nhà đầu tư theo đúng cam kết với tổ chức phát hành. Trường hợp không bán hết, đại lý được trả lại cho tổ chức phát hành số trái phiếu còn lại.

Phí đại lý phát hành trái phiếu

+ Phí đại lý phát hành trái phiếu do tổ chức phát hành thoả thuận với đại lý phát hành trái phiếu.

+ Phí đại lý phát hành trái phiếu được tính vào chi phí phát hành trái phiếu và hạch toán vào chi phí kinh doanh hoặc giá trị dự án, công trình sử dụng nguồn thu từ phát hành trái phiếu.

3. Đấu thầu trái phiếu:

Phương thức đấu thầu trái phiếu

Tổ chức phát hành trái phiếu được lựa chọn các phương thức đấu thầu sau:

+ Đấu thầu trực tiếp tại doanh nghiệp phát hành trái phiếu.

+ Đấu thầu thông qua các tổ chức tài chính trung gian.

+ Đấu thầu thông qua Trung tâm giao dịch chứng khoán (Sở Giao dịch chứng khoán).

Nguyên tắc đấu thầu trái phiếu

+ Bí mật về thông tin của các tổ chức, cá nhân tham gia dự thầu.

+ Bảo đảm sự bình đẳng giữa các tổ chức, cá nhân tham gia đấu thầu.

+ Cạnh tranh về lãi suất giữa các tổ chức, cá nhân tham gia đấu thầu.

Đối tượng tham gia đấu thầu trái phiếu

+ Đối tượng tham gia đấu thầu trái phiếu là các tổ chức, cá nhân quy định tại Điều 8 Nghị định này.

+ Các đối tượng tham gia đấu thầu trái phiếu thông qua Trung tâm Giao dịch chứng khoán (Sở Giao dịch chứng khoán) phải đáp ứng đủ các điều kiện theo quy định của pháp luật.

Hình thức đấu thầu trái phiếu

+ Đấu thầu cạnh tranh lãi suất.

+ Kết hợp giữa đấu thầu cạnh tranh lãi suất với đấu thầu không cạnh tranh lãi suất.

+ Tỷ lệ trái phiếu đấu thầu không cạnh tranh lãi suất trong từng đợt đấu thầu do doanh nghiệp phát hành quyết định nhưng tối đa bằng 30% tổng khối lượng trái phiếu thông báo phát hành của đợt đấu thầu đó.

Phí đấu thầu trái phiếu

+ Phí đấu thầu trái phiếu do tổ chức phát hành thoả thuận với tổ chức được ủy quyền tổ chức đấu thầu trái phiếu.

+ Phí đấu thầu trái phiếu được tính vào chi phí phát hành trái phiếu và hạch toán vào chi phí kinh doanh hoặc giá trị dự án, công trình sử dụng nguồn thu từ phát hành trái phiếu (kể cả trường hợp tổ chức phát hành tự tổ chức đấu thầu trái phiếu).

(Trích nghị định 52)

Phụ lục 1D

MỘT SỐ KỸ THUẬT ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU ĐANG ĐƯỢC ÁP DỤNG HIỆN NAY

1. Cơ sở định giá trái phiếu:

Giá trị của trái phiếu được hiểu là giá trị hiện tại của các dòng tiền thanh toán gốc và lãi trái phiếu trong suốt kỳ hạn của trái phiếu, thông qua một lãi suất chiết khấu. Lãi suất chiết khấu này được quyết định dựa vào lãi suất chung trên thị trường (như trái phiếu kho bạc) và biên độ rủi ro tín dụng (credit spread) của chủ thể phát hành cũng như các tài sản đảm bảo của trái phiếu (nếu có).

Tại các thị trường phát triển, tất cả các trái phiếu phát hành ra cho công chúng đều phải được định mức tín nhiệm để làm cơ sở xác định biên độ rủi ro tín dụng. Các tổ chức định mức tín nhiệm danh tiếng trên toàn cầu tham gia định mức trái phiếu bao gồm Standard & Poor, Moody's và Fitch Rating. Tuy nhiên, ở nước ta hiện nay, trái phiếu chưa được định mức tín nhiệm. Do đó rất khó để xác định rủi ro tín dụng hay biên độ rủi ro tín dụng (credit spread) làm cơ sở tính tỷ lệ chiết khấu định giá trái phiếu. Chúng ta đang cố gắng thành lập một số công ty định mức tín nhiệm, song đến nay chưa có sự thành công do nhu cầu thấp trên thị trường. Chúng ta chưa có khung pháp lý quy định việc định mức tín nhiệm đối với phát hành trái phiếu ra cho công chúng và đây là một nhân tố hạn chế sự minh bạch của thị trường cũng như hạn chế cầu đối với các công ty định mức tín nhiệm.

Lãi suất thị trường hay biên độ rủi ro tín dụng tăng đều làm tăng tỷ lệ chiết khấu và do đó làm giảm giá trị của trái phiếu và ngược lại. Do đó trên thị trường thứ cấp, giá trị của trái phiếu biến động phụ thuộc vào các nhân tố này cũng như quan hệ cung cầu.

Đối với trái phiếu chuyển đổi, do cuống lãi suất thường thấp hơn lãi suất vay thông thường mà doanh nghiệp hay lãi suất chiết khấu dùng để định giá trái phiếu, nên giá trị của trái phiếu thường thấp hơn giá trị danh nghĩa (par value). Phần thấp hơn thực chất là phần phí mà nhà đầu tư phải bỏ ra để mua quyền mua cổ phiếu.

2. Các nhân tố ảnh hưởng đến giá trái phiếu:

+ Kỳ hạn của trái phiếu: kỳ hạn càng dài, tính biến động của trái phiếu càng lớn trước sự biến động của lãi suất thị trường.

+ Lãi suất tín dụng dài hạn: khi lãi suất này hạ thấp thì nhiều nhà đầu tư mua trái phiếu làm cho cầu trái phiếu tăng và giá trái phiếu tăng và ngược lại

+ Tình hình lạm phát: khi nhà đầu tư mua trái phiếu các công ty phát hành cam kết sẽ trả một lãi suất cố định trong suốt kỳ hạn của trái phiếu. Do đó khi lạm phát xảy ra, giá trái phiếu sẽ giảm.

+ Tình hình kinh doanh và uy tín của doanh nghiệp phát hành

+ Rủi ro về tỷ giá

+ Rủi ro thanh lý: rủi ro về tính thị trường phụ thuộc vào khả năng bán dễ dàng một TP mới.

+ Rủi ro do biến cố bất ngờ

+ Rủi ro tín dụng: nguy cơ công ty phát hành không có khả năng chi trả đúng hạn, tức là không có khả năng chi trả mệnh giá và lãi đúng hạn

3. Các nguyên tắc định giá trái phiếu:

Định giá trái phiếu tức là quyết định giá trị lý thuyết của trái phiếu một cách chính xác và công bằng. Giá trị của trái phiếu được xác định bằng cách xác định hiện giá của toàn bộ thu nhập nhận được trong thời hạn hiệu lực của trái phiếu.

a. Định giá trái phiếu không có thời hạn:

Trái phiếu không có thời hạn (perpetual bond or consol) là trái phiếu chẳng bao giờ đáo hạn. Trái phiếu không có thời hạn này chính là cam kết của nhà phát hành sẽ trả một số tiền lãi cố định mãi mãi cho người nào sở hữu trái phiếu. Giá trị của loại trái phiếu này được xác định theo mô hình chiết khấu dòng tiền DCF bằng hiện giá của dòng tiền vô hạn mà trái phiếu này mang lại. Giả sử chúng ta gọi:

- I là lãi cố định được hưởng mãi mãi
- V là giá của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư (được xác định theo mô hình CAPM)

Giá của trái phiếu vĩnh cửu chính là tổng hiện giá của toàn bộ lãi thu được từ trái phiếu. Vận dụng công thức xác định hiện giá chúng ta có thể định giá trái phiếu không có thời hạn như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I}{(1+k_d)^t} = I \left[\frac{1}{k_d} - \frac{1}{k_d(1+k_d)^\infty} \right] = \frac{I}{k_d}$$

Giả sử bạn mua một trái phiếu được hưởng lãi 50 \$ một năm trong khoảng thời gian vô hạn và bạn đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận đầu tư là 12%. Hiện giá của trái phiếu này sẽ là: $V = I/k_d = 50/0,12 = 416,67$ \$. Tại sao nhà đầu tư chịu bỏ tiền ra mua một trái phiếu chẳng bao giờ đáo hạn, nghĩa là chẳng bao giờ thu hồi lại được tiền gốc bỏ ra? Lý do, như đã chỉ ra trong mô hình định giá, là số tiền bỏ ra đó được bù đắp bằng số lãi hàng năm nhà đầu tư nhận được mãi mãi.

Ở Việt Nam thời gian qua chưa thấy phát hành loại trái phiếu này, do nhà đầu tư chưa có thói quen với việc bỏ tiền ra mua một công cụ không có đáo hạn mà chỉ để hưởng lãi cố định. Tuy nhiên, đứng trên góc độ huy động vốn cho ngân sách nhằm mục đích tái thiết đất nước, loại trái phiếu này cũng rất đáng quan tâm. Nhà nước có thể phát hành loại trái phiếu này huy động vốn cho ngân sách mà không chịu áp lực hoàn trả vốn gốc, trong khi dân chúng đặc biệt là những người sắp sửa nghỉ hưu có thể bỏ tiền ra mua loại trái phiếu này như một công cụ đầu tư để hưởng thu nhập ổn định hàng năm nhằm bổ sung cho thu nhập của mình khi về hưu. Khi nhà đầu tư qua đời, loại trái phiếu này có thể chuyển lại cho con cháu họ như một tài sản thừa kế và các thế hệ sau tiếp tục được hưởng lãi mãi mãi.

b. Định giá trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi định kỳ:

Trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi (nonzero coupon bond) là loại trái phiếu có xác định thời hạn đáo hạn và lãi suất được hưởng qua từng thời hạn nhất định. Khi mua loại trái phiếu này nhà đầu tư được hưởng lãi định kỳ, thường là hàng năm, theo lãi suất công bố (coupon rate) trên mệnh giá trái phiếu và được thu hồi lại vốn gốc bằng mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn. Sử dụng các ký hiệu:

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- V là giá của trái phiếu
- k_c là lãi suất của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi đáo hạn

Chúng ta có giá của trái phiếu, bằng hiện giá toàn bộ dòng tiền thu nhập từ trái phiếu trong tương lai, được xác định như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{MV}{(1+k_d)^n} = I(PVIFA_{k_d,n}) + MV(PVIF_{k_d,n})$$

c. Định giá trái phiếu có kỳ hạn không hưởng lãi định kỳ:

Trái phiếu kỳ hạn không hưởng lãi định kỳ (zero-coupon bond) là loại trái phiếu không có trả lãi định kỳ mà được bán với giá thấp hơn nhiều so với mệnh giá. Tại sao nhà đầu tư lại mua trái phiếu không được hưởng lãi? Lý do là khi mua loại trái phiếu này họ vẫn nhận được lợi tức, chính là phần chênh lệch giữa giá mua gốc của trái phiếu với mệnh giá của nó.

Phương pháp định giá loại trái phiếu này cũng tương tự như cách định giá loại trái phiếu kỳ hạn được hưởng lãi, chỉ khác ở chỗ lãi suất ở đây bằng không nên toàn bộ hiện giá của phần lãi định kỳ bằng không. Do vậy, giá cả của trái phiếu không hưởng lãi được định giá như là hiện giá của mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn

$$V = \frac{MV}{(1+k_d)^n} = MV(PVIF_{k_d,n})$$

d. Định giá trái phiếu trả lãi theo định kỳ nửa năm:

Thông thường trái phiếu được trả lãi hàng năm một lần nhưng đôi khi cũng có loại trái phiếu trả lãi theo định kỳ nửa năm một lần, tức là trả lãi mỗi năm hai lần.

Kết quả là mô hình định giá trái phiếu thông thường phải có một số thay đổi thích hợp để định giá trong trường hợp này.

$$V = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1+k_d/2)^t} + \frac{MV}{(1+k_d/2)^{2n}} = (I/2)(PVIFA_{k_d/2,2n}) + MV(PVIF_{k_d/2,2n})$$

e. Phân tích sự biến động giá trái phiếu:

Trong các mô hình định giá trái phiếu trình bày ở các phần trước chúng ta thấy rằng giá trái phiếu (V) là một hàm số phụ thuộc các biến sau đây:

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi trái phiếu đáo hạn

Trong đó các biến I và MV không thay đổi sau khi trái phiếu được phát hành, trong khi các biến n và k_d thường xuyên thay đổi theo thời gian và tình hình biến động lãi suất trên thị trường.

Từ những quan điểm trên ta có thể đưa ra nhận xét sau đây:

- Khi lãi suất trên thị trường bằng lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu bằng mệnh giá của nó.
- Khi lãi suất trên thị trường thấp hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ cao hơn mệnh giá của nó.
- Khi lãi suất trên thị trường cao hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá của nó.
- Lãi suất gia tăng làm cho giá trái phiếu giảm trong khi lãi suất giảm sẽ làm cho giá trái phiếu gia tăng.
- Thị giá trái phiếu tiến dần đến mệnh giá của nó khi thời gian tiến dần đến ngày đáo hạn.

Phụ lục 2A: (Đvt: tỉ đồng)

TÌNH HÌNH PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP
(*Tính đến năm 2007*)

TT	Tổ chức phát hành	Gía trị phát hành	Thời hạn	Lãi suất
1	Tổng công ty Dầu khí	300	5	8,5% năm đầu, năm sau thả nổi
2	Tổng công ty Cao su	40	2	8,60%
3	TCT công nghiệp tàu thủy	300		
	Năm 2004	7.103	2	8,20%
	Năm 2005	1000		
	Năm 2006 (5 đợt)	2600		
	Đợt 1	500	2	9,6%/năm, trả lãi sau hàng năm
	Đợt 2	300	2	9,6%/năm, trả lãi sau hàng năm
	Đợt 3	500	5	10%/năm
	Đợt 4	1000	10	10,,5
	Đợt 5	300	2	9,6
	Năm 2007	3203		
	Đợt 1	3000	10	9%/năm, trả lãi sau hàng năm
	Đợt 2	200	2	9,4
	Đợt 3	3000	10	8,95
4	TCT Sông Đà	460		
	Năm 2005	200		
	Đợt 1	200	3	9,3%/năm, trả lãi hàng năm
	Năm 2006	260		
	Đợt 1	260	5	Năm đầu 10,5%/năm, năm sau thả nổi
5	TCT điện lực Việt Nam	6200		
	Năm 2005	200		
	Đợt 1	200	5	8,8%/năm đầu, năm sau thả nổi
	Năm 2006	6000		
	Lần 1 - đợt 1/2006	350	5	9,6% năm đầu, năm sau thả nổi,+1,2%
	Lần 1 - đợt 2/006	1150	5	9,6 năm đầu
	Lần 2/2006	500	5	9,6 năm đầu
	Lần 3	900	5	9,6 năm đầu
	Lần 4 đợt 1	600	5	9,6%/năm, cố định
	Lần 4- đợt 2	500	5	9,6%/năm, các năm sau bằng lãi suất tiền gửi
	Lần 5	1000	10	9,6%/năm đầu, các năm sau + 9,95%/năm
	Lần 6 - đợt 8	500	10	Cố định 9,7%/năm
6	LILAMA (2007)	1500		
	Lần 1	500	5	9,60%
	Lần 2	1000	10	9,20%
	Lần 3	500	5	8,8 %

7	TCT Thép Việt Nam (2007)	400	5	9,5%/năm
8	VINACONEX (2007)	1000	6	3%/năm, kèm quyền mua CP
9	TCTCP xây dựng điện VN	500	3	10,15 %
10	Vilexim (2007)	5	3	
	Năm 2007	5	3	
11	Công ty Vincom	2000	5	11-16%
12	Ngân hàng TMCP Đại Dương (OceanBank)	2000	7-11 tháng	8.76% kỳ hạn 7 tháng, 9.24% kỳ hạn 11 tháng
13	CTCP Thủy hải sản Minh Phú (MPC)	500	5	9.98%
14	Ngân hàng Ngoại thương	1.365,4		
15	Sacomreal			
	1/2008	100	6 tháng	8.8%, kèm chứng quyền mua căn hộ
	3/2008	750	8 tháng	12%, kèm chứng quyền mua căn hộ
	Tổng cộng	23.783		

Phụ lục 2B:

PHÂN TÍCH CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU TẠI CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM

NH thương mại được phép huy động vốn để sử dụng cho mục đích kinh doanh tiền tệ bằng cách huy động tiền gửi hoặc phát hành giấy tờ có giá. Một trong những loại giấy tờ có giá được NH phát hành thu hút được nguồn vốn có thời hạn thanh toán, trung và dài hạn là trái phiếu NH (TPNH). Đây là loại giấy tờ có giá được phát hành với mục đích sử dụng, lãi suất chi trả và thời hạn thanh toán được quy định cụ thể ngay từ đầu. Người mua TPNH sẽ được thanh toán gốc khi đến hạn, được trả lãi định kỳ hay cuối kỳ, có thể sử dụng TPNH để làm tài sản đảm bảo khi có nhu cầu vay hoặc chiết khấu trước hạn. Tuy nhiên, người nắm giữ TP không có đặc quyền sở hữu NH như các cổ đông (những người sở hữu cổ phiếu NH).

Để thu hút được nguồn vốn trung, dài hạn dưới dạng TPNH với một tổng giá trị lớn và trong một khoảng thời gian ngắn, NH thường đưa ra các cách thức phát hành TPNH hấp dẫn để thực hiện được mục đích của mình như mức lãi suất có thể cao hơn lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trong cùng thời kỳ, đa dạng hóa cách thức phát hành hoặc đưa ra những lợi ích kinh tế trước mắt và lâu dài cho các nhà đầu tư. Sau đây xin đề cập đến một số cách thức phát hành TPNH :

Cách thứ nhất: NH phát hành TPNH theo mệnh giá. Với phương thức này nhà đầu tư nộp tiền bằng mệnh giá để mua TPNH và thông thường khi đến hạn sẽ nhận được số tiền bằng với mệnh giá cộng với lãi. Cách này thường được áp dụng khi NH dự đoán và có khả năng thu hút được nguồn vốn này một cách nhanh chóng thông qua việc phát hành trực tiếp từ NH đến công chúng mà không phải qua một trung gian nào.

Cách thứ hai: NH phát hành TPNH có chiết khấu. Nhà đầu tư mua TPNH với số lượng lớn có thể được NH chiết khấu, có nghĩa là số tiền nộp sẽ bằng mệnh giá của TPNH trừ giá trị chiết khấu. Khi đến hạn, nhà đầu tư sẽ nhận được số tiền bằng mệnh giá cộng với lãi.

So sánh với cách thứ nhất, nhà đầu tư được hưởng lợi ích kinh tế từ số tiền chiết khấu và lãi TPNH. Vì thế các tổ chức kinh tế có khoản tiền lớn như các quỹ đầu tư... có thể mua TP loại này để hưởng chiết khấu. Sau đó bán lại cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ có khoản tiền nhàn rỗi theo mệnh giá để họ hưởng lãi.

Về phía NH áp dụng cách thức phát hành này trong trường hợp cần một khoản huy động lớn trong khoản thời gian “cực ngắn” để sử dụng cho mục đích của mình nhưng nếu chậm thì mất cơ hội. Đổi lại, NH phải chịu hai khoản phí là chi phí trả lãi và chi phí chiết khấu khi phát hành TP.

Cách thứ ba: NH phát hành TP có phụ trội.

Nhà đầu tư mua TP sẽ phải nộp số tiền bằng mệnh giá cộng với giá trị phụ trội. Nhờ phát hành cách này, NH sẽ giảm được chi phí khi phát hành TP nghĩa là bên cạnh việc trả lãi phát hành làm cho chi phí tăng thì phụ trội sẽ làm giảm chi phí NH. NH áp dụng cách phát hành này khi nguồn cầu TP tăng vì sự hấp dẫn về kinh tế trong tương lai, chẳng hạn như TP sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu hoặc được quyền mua cổ phiếu.

Cách thứ tư: NH phát hành TP có trái quyền chuyển đổi thành cổ phiếu.

Với thuyết minh là phát hành TP để chuẩn bị cho lộ trình tăng vốn ngân hàng trong tương lai, NH đưa ra cách thức phát hành này. Bằng cách này, nếu nhà đầu tư chấp nhận mua TP cao hơn mệnh giá thì phần chênh lệch NH sẽ ghi vào thặng dư vốn (một trong những cấu thành của nguồn vốn chủ sở hữu NH).

Trong bốn cách thức phát hành TP trên thì cách phát hành thứ nhất và thứ tư đã và đang được các NHTMVN áp dụng khá phổ biến.

Các NHTM nhà nước tuy chưa cổ phần hóa nhưng cũng đã rất linh hoạt trong cách thức phát hành, cụ thể là NH Ngoại thương VN đã từng phát hành TP bằng cách đấu giá lãi suất. Nhờ cách đấu giá lãi suất này (nhà đầu tư phải chấp nhận lãi suất thấp mới mua được) mà NH giảm được chi phí trả lãi và thu hút được nguồn vốn nhanh chóng, dài hạn vì nhà đầu tư “hy vọng” sẽ được quyền mua cổ phiếu tỷ lệ với TP họ đang nắm giữ khi NH Ngoại thương trở thành NH cổ phần. Bên cạnh đó, NH Nông nghiệp và phát triển nông thôn VN cũng đã phát hành TP dài hạn với lãi suất hấp dẫn và nhà đầu tư cũng với “hy vọng” được quyền mua cổ phiếu nên chỉ trong thời gian rất ngắn, NH đã thu được đủ nguồn vốn cho mục đích sử dụng của mình.

Để chuẩn bị cho lộ trình tăng vốn, các NHTM cổ phần VN bên cạnh phát hành cổ phiếu cũng đã phát hành trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu trong tương lai cho các đối tượng khác nhau. Giá phát hành TP thường là ưu đãi đối với cổ đông cũ, với người lao động trong NH và cổ đông chiến lược. NH cũng dành một phần số lượng TP để phát hành rộng rãi ra công chúng với phương thức đấu giá công khai.

Tuy NH phát hành TP chuyển đổi thành cổ phiếu cho nhiều đối tượng như trên nhưng vì số lượng của mỗi đợt phát hành chỉ có hạn nên các nhà đầu tư cũ (cổ đông cũ) và nhà đầu tư mới đều có nhu cầu nên các nhà đầu tư mới thường sẵn sàng chấp nhận trả giá cao hơn mệnh giá có khi cao hơn gấp nhiều lần để được quyền sở hữu.

Về phía NH, khi phát hành TP như trên, có thể huy động được nguồn vốn trung, dài hạn với lãi suất không cao (có NH phát hành TP chỉ với lãi suất 6%/năm) hoặc có NH quy định nhà đầu tư sẽ không nhận lãi TP khi đến hạn nếu muốn chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. NH còn có thêm phần thặng dư vốn từ chênh lệch giữa giá phát hành và mệnh giá của TP. Bên cạnh đó, việc phát hành TP sẽ không làm cho NH phải tiến hành nhiều thủ tục để “đề nghị cấp phép” như phát hành cổ phiếu nên được các NH quan tâm áp dụng. Mặt khác, khi phát hành TP loại này cũng giúp cho NH giảm bớt áp lực chi trả cổ tức theo kết quả kinh doanh NH nhưng lại được các cổ đông ưa chuộng vì phần thặng dư vốn thường được các ngân hàng chuyển thành cổ phiếu trong đợt phát hành kế tiếp và chia thêm cho các cổ động hiện hữu.

Chính vì những lý do nêu trên mà trong các phương án phát hành để tăng vốn, một số NHTM cổ phần như NH Á châu, NH Quân đội, NH Sài Gòn... đã phát hành vừa cổ phiếu đi kèm với phát hành TP chuyển đổi thành cổ phiếu. Trong phương hướng phát hành năm 2007, các NHTM cổ phần khác cũng đưa ra cách thức phát hành tương tự như trên như NH Sài Gòn công thương, NH Gia Định, NH Việt Á .

Cổ phiếu NH hiện nay đang rất “đắt khách” bởi vì khi có cổ phiếu NH, trở thành cổ đông cũ thì quyền lợi của nhà đầu tư là rất rõ ràng như có thể được mua thêm cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu với giá ưu đãi, tỷ lệ được mua công khai khi được biểu quyết của đại hội cổ đông và sự chấp thuận của Nhà nước, được cổ phiếu thưởng từ thặng dư vốn (nếu có), được chia cổ tức... Bên cạnh đó, lộ trình tăng vốn tối thiểu của NH được quy định cụ thể (theo Nghị Định 141/2006/NĐ-CP ban hành ngày 22.11.2006 của Chính phủ về việc ban hành danh mục mức vốn pháp định của các TCTD), hoạt động kinh doanh NH là hoạt động cung cấp dịch vụ tài chính đa dạng tạo nên nhiều nguồn thu nếu biết cách tiếp cận khai thác và cũng được kiểm soát chặt chẽ từ Nhà nước, Hội đồng quản trị và Ban điều hành NH luôn phải trả lời những chất vấn cũng như chịu trách nhiệm trước những cổ đông nếu tình hình hoạt động NH có chiều hướng đi xuống hoặc sút kém so với NH bạn.

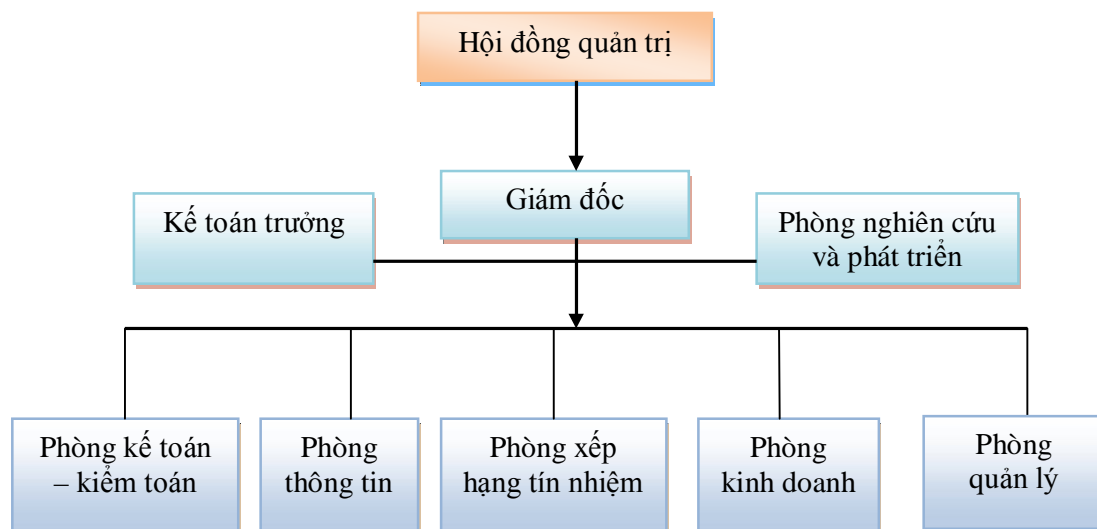
Vì những lý do nêu trên, nhà đầu tư mới muốn có cổ phiếu NH trong thời điểm hiện tại thường phải trả một giá khá cao mới mua được ngay cả trên thị trường

chính thức lẫn trên thị trường phi chính thức. Vì thế, nhà đầu tư mới có thể cân nhắc giữa việc mua cổ phiếu và TPNH có sự chuyển đổi thành cổ phiếu. Nếu mua trái phiếu NH thì nhà đầu tư sẽ bỏ ra số tiền ít hơn để mua cổ phiếu, tuy quyền lợi trước mắt thì không bằng như mua cổ phiếu nhưng đây là cách thức xâm nhập dần để có thể trở thành “ông chủ” của NH trong tương lai. Bên cạnh đó, nếu đến hạn nhà đầu tư đổi ý không muốn đầu tư lâu dài thì vẫn thu được gốc và lãi trái phiếu.

Tóm lại, phương thức phát hành trái phiếu tại các NHTM VN hiện nay là rất sáng tạo và linh hoạt vừa tạo ra lợi ích kinh tế cho NH, cho cổ đông, vừa tạo điều kiện cho các nhà đầu tư mới có điều kiện trở thành cổ đông của NH trong tương lai với số tiền đầu tư hợp lý. Tuy nhiên, thiết nghĩ các NH cũng nên quan tâm, nghiên cứu dành một phần phát hành trái phiếu loại này với giá phát hành ưu đãi cho những đối tượng có mối quan hệ với NH như các cơ sở đào tạo chuyên ngành, viện nghiên cứu, các chuyên gia kinh tế, tài chính ... bởi vì các đối tượng này nếu được gia nhập và có mối quan hệ thường xuyên với NH sẽ là đội ngũ quảng bá thương hiệu, dịch vụ NH một cách rộng rãi, tích cực và cũng sẽ góp một phần “ý tưởng” có ích trong chiến lược phát triển NH. Về phía nhà đầu tư mới, ngoài việc tìm đến với cổ phiếu NH thì việc tiếp cận với trái phiếu NH có sự chuyển đổi thành cổ phiếu trong giai đoạn hiện nay sẽ góp phần đa dạng hóa danh mục đầu tư và cũng là một cách đầu tư thiết thực mang lại lợi ích kinh tế trước mắt và lâu dài bền vững

(Theo Tạp chí phát triển kinh tế số tháng 6 năm 2007)

Phụ lục 3A: Mô hình ĐMTN dự kiến



Trong đó:

- **Phòng quản lý bao gồm các bộ phận chức năng sau:** Kế hoạch - nhân sự, thiết bị và kỹ thuật tin học và bộ phận phụ trách hệ thống thông tin quản lý.

- **Phòng xếp hạng tín nhiệm bao gồm các bộ phận chức năng sau:** Kế hoạch ĐMTN. Các bộ phận phụ trách ngành thương mại, sản xuất, xây dựng, dịch vụ, vận tải, tài chính, NH.

- **Phòng thông tin bao gồm các bộ phận chức năng sau:** Thông tin doanh nghiệp, thông tin tín dụng khách hàng, quản lý rủi ro, báo cáo ĐMTN, quản lý ĐMTN, hệ thống cho điểm hạng mức tín nhiệm, phát triển công nghệ thông tin.

- **Phòng kế toán - kiểm toán bao gồm các bộ phận chức năng:** Kế toán, kiểm toán nội bộ, kiểm toán khách hàng, phân tích tài chính.

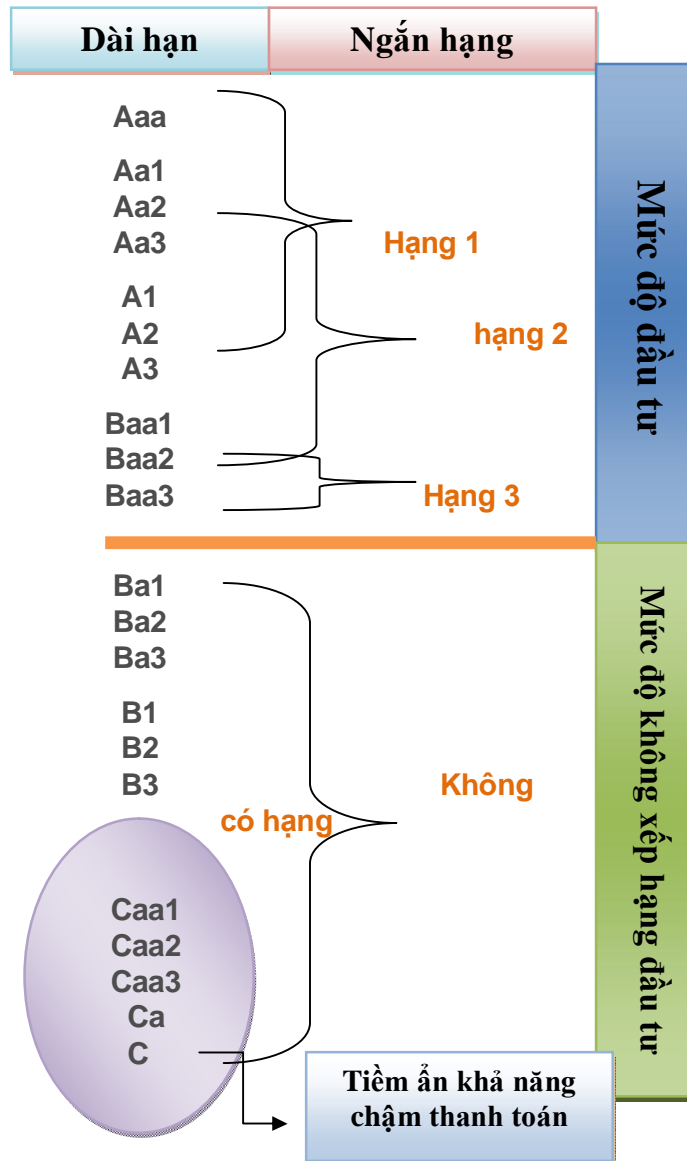
- **Phòng kinh doanh bao gồm các bộ phận chức năng:** Nghiên cứu và phát triển thị trường, đàm phán kinh doanh.

- **Phòng nghiên cứu và phát triển bao gồm các bộ phận nghiên cứu và phát triển:** Nhằm tiếp cận và nâng cao năng lực hoạt động của tổ chức định mức phù hợp với thông lệ quốc tế.

Với bộ máy quản lý phân công, phân nhiệm rõ ràng như vậy sẽ giúp cho công ty ĐMTN hạn chế được những sai sót. Đồng thời, còn giúp cho việc quản lý công ty một cách dễ dàng, hiệu quả công việc cao.

Phụ lục 3B:

Hệ thống đánh giá của Moody so sánh rủi ro tín dụng trên toàn thế giới của Moody's



QUY MÔ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM

Quy mô xếp hạng tín nhiệm		
Moody's	Standard & Poor'	Chất lượng
Aaa	AAA	Mức đầu tư
Aa1	AA+	
Aa2	AA	
Aa3	AA	
A 1	A+	
A 2	A	
A 3	A-	
Baa	BBB+	
1	BBB	
Baa	BBB-	
2		Mức đầu cơ
Baa		
Ba1	BB+	
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B 1	B+	
B 2	B	
B 3	B-	(Sắp) mất khả năng thanh toán
Caa	CCC+	
Ca	CC	
C	C	
	D	