

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

LÊ QUANG CƯỜNG

**HOÀN THIỆN PHƯƠNG THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN
DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở
VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH - NĂM 2007

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

LÊ QUANG CƯỜNG

**HOÀN THIỆN PHƯƠNG THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN
DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở
VIỆT NAM**

CHUYÊN NGÀNH: TÀI CHÍNH, LƯU THÔNG TIỀN TỆ VÀ TÍN DỤNG
MÃ SỐ: 5.02.09

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC

- 1. TS. PHAN MỸ HẠNH**
- 2. TS. UNG THỊ MINH LÊ**

THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH – NĂM 2007

LỜI CAM ĐOAN

Tác giả xin cam đoan toàn bộ luận án tiến sĩ khoa học kinh tế này là do chính tác giả viết. Các bảng số liệu sử dụng trong luận án hoàn toàn không sao chép từ các bảng số liệu trong các luận văn, luận án, công trình nghiên cứu đã được công bố.

Tác giả luận án

LÊ QUANG CƯỜNG

MỤC LỤC

Trang phụ bì

Lời cam đoan

Mục lục

Danh mục các chữ viết tắt

Danh mục các bảng

Danh mục các hình

Lời mở đầu	1
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ	8
1.1. Sự cần thiết và bản chất của tín dụng nhà nước	8
1.1.1. Khái quát nguồn gốc ra đời, phát triển và sự cần thiết của tín dụng nhà nước	8
1.1.2. Khái niệm, bản chất và đặc điểm của tín dụng nhà nước	10
1.2. Vai trò của tín dụng nhà nước trong nền kinh tế thị trường	13
1.2.1. Vai trò huy động vốn góp phần bù đắp thâm hụt ngân sách nhà nước	13
1.2.2. Vai trò huy động vốn tài trợ cho các chương trình chiến lược quốc gia	14
1.2.3. Vai trò tạo thêm hàng hóa cho thị trường tài chính góp phần tham gia điều tiết tiền tệ và kiềm chế lạm phát hoặc giảm phát trong nền kinh tế.	15
1.3. Các hình thức huy động vốn tín dụng nhà nước và mối quan hệ giữa các hình thức huy động vốn tín dụng nhà nước	16
1.3.1. Các hình thức huy động vốn tín dụng nhà nước	16
1.3.2. Mối quan hệ tương quan giữa các hình thức huy động vốn tín dụng nhà nước	20
1.4. Các phương thức huy động vốn tín dụng nhà nước bằng trái phiếu chính phủ	22
1.4.1. Khái niệm trái phiếu chính phủ	22
1.4.2. Các phương thức huy động vốn tín dụng nhà nước bằng trái phiếu chính	

phủ	23
1.5. Các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ ở Việt Nam	26
1.5.1. Bán lẻ trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước (phát hành trực tiếp)	26
1.5.2. Đấu thầu qua thị trường chứng khoán	27
1.5.3. Đại lý phát hành	27
1.5.4. Bảo lãnh phát hành	28
1.6. Những rủi ro trong đầu tư trái phiếu chính phủ	29
1.6.1. Rủi ro lãi suất (interest rate risk)	30
1.6.2. Rủi ro tái đầu tư (reinvestment risk).	30
1.6.3. Rủi ro về quyền chọn mua (call risk).	31
1.6.4. Rủi ro vỡ nợ (default risk)	31
1.6.5. Rủi ro lạm phát (inflation risk)	32
1.6.6. Rủi ro về tỷ giá hối đoái (exchange-rate risk)	32
1.6.7. Rủi ro về khả năng thanh khoản (liquidity risk).	33
1.6.8. Rủi ro về biến động giá (volatility risk)	33
1.7. Định mức tín nhiệm của trái phiếu chính phủ	33
1.7.1. Lịch sử hình của các tổ chức tín nhiệm	33
1.7.2. Định nghĩa xếp hạng tín nhiệm	34
1.7.3. Những lợi ích của tổ chức định mức tín nhiệm	35
1.7.4. Mô hình tổ chức định mức tín nhiệm ở một số quốc gia	38
1.8. Những bài học kinh nghiệm về huy động vốn bằng trái phiếu chính phủ ở một số nước trên thế giới	42
1.8.1. Thị trường trái phiếu ở Vương quốc Anh	42
1.8.2. Thị trường trái phiếu ở Mỹ	44
1.8.3. Thị trường trái phiếu Đông Á	46
Kết luận chương 1	48

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG VỀ SỬ DỤNG CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM THỜI GIAN QUA	50
2.1. Khái lược quá trình hình thành và phát triển trái phiếu chính phủ ở Việt Nam trước và sau thời kỳ đổi mới cơ chế kinh tế	50
2.1.1. Trước thời kỳ đổi mới cơ chế kinh tế Việt Nam.....	50
2.1.2. Sau thời kỳ đổi mới cơ chế kinh tế Việt Nam	51
2.2. Thực trạng về sử dụng các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ Việt Nam sau thời kỳ chuyển đổi cơ chế kinh tế (1991-2005)	55
2.2.1. Thực trạng về sử dụng phương thức phát hành trực tiếp trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước	55
2.2.2. Thực trạng sử dụng phương thức đấu thầu tín phiếu kho bạc qua thị trường tiền tệ	63
2.2.3. Thực trạng sử dụng phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán	76
2.3. Những kết quả trong quá trình phát hành trái phiếu chính phủ ở Việt Nam	102
2.4. Những tồn tại của các phương thức phát hành trái phiếu chính phủ ở Việt Nam	105
2.4.1 Những tồn tại của phương thức bán lẻ trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước Việt Nam	105
2.4.2. Những tồn tại của phương thức đấu thầu tín phiếu kho bạc qua thị trường tiền tệ Việt Nam	112
2.4.3. Những tồn tại của phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán Việt Nam	117
2.4.4. Những tồn tại của phương thức bảo lãnh phát hành trái phiếu chính phủ ở Việt Nam	126
Kết luận chương 2	129

CHƯƠNG 3: HOÀN THIỆN PHƯƠNG THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM	131
3.1 Định hướng chiến lược phát triển thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam đến năm 2020	131
3.1.1. Mục tiêu đề xuất	131
3.1.2. Các nguyên tắc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ	132
3.1.3. Định hướng phát triển thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam đến 2020	133
3.1.4. Các giải pháp thực hiện	135
3.2. Hoàn thiện phương thức huy động vốn tín dụng nhà nước bằng trái phiếu chính phủ ở Việt Nam.....	138
3.2.1. Đa dạng hóa hình thức trái phiếu chính phủ	138
3.2.2. Hoàn thiện phương thức bán lẻ trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước	144
3.2.3. Hoàn thiện phương thức đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ thị trường mở	149
3.2.4. Hoàn thiện cơ chế phát hành và chuyển nhượng trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán	158
3.3 Xây dựng mô hình tổ chức định mức tín nhiệm Việt Nam	167
3.4. Đề phòng rủi ro trong đầu tư trái phiếu chính phủ.....	171
Kết luận chương 3	173
Kết luận	174
Danh mục công trình công bố của tác giả	175
Danh mục tài liệu tham khảo	176
Phụ lục	

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CHỮ VIẾT TẮT

Đầu tư trực tiếp nước ngoài	: FDI
Đô la Mỹ	: USD
Kho bạc Nhà nước	: KBNN
Ngân hàng Nhà nước	: NHNN
Ngân hàng trung ương	: NHTƯ
Ngân sách Nhà nước	: NSNN
Nguồn vốn hỗ trợ phát triển chính thức	: ODA
Thị trường chứng khoán	: TTCK
Thị trường chứng khoán phi tập trung	: OTC
Thị trường mở	: TTM
Thị trường tài chính	: TTTC
Thị trường tiền tệ	: TTTT
Tín dụng nhà nước	: TDNN
Tổ chức thương mại thế giới	: WTO
Tổng sản phẩm quốc nội	: GDP
Trái phiếu chính phủ	: TPCP
Trái phiếu kho bạc	: TPKB

DANH MỤC CÁC BẢNG

	Trang
Bảng 2.1 Kết quả phát hành TPCP qua các phương thức phát hành (1991-2006)	55
Bảng 2.2: Kết quả đấu thầu tín phiếu kho bạc qua TTTT (1995 – 2006)	63
Bảng 2.3: Kết quả hoạt động thị trường trường mở (2000 – 2005).....	64
Bảng 2.4: Kết quả đấu thầu TPCP qua TTCK (2000 – 2006)	76
Bảng 2.5: Kết quả phát hành TPCP qua bảo lãnh (2000 – 2006).....	77
Bảng 2.6: Kết quả niêm yết trái phiếu thời kỳ 2000-2004	89
Bảng 2.7: Khối lượng giao dịch trái phiếu ở thị trường giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (2000-2004)	90
Bảng 2.8: Số lượng loại trái phiếu niêm yết tại trung tâm giao dịch chứng khoán TPHCM	90
Bảng 2.9: giá trị chứng khoán niêm yết và đăng ký giao dịch và GDP.....	99

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ, ĐỒ THỊ

	Trang
Hình 1.1: Mẫu mô hình nhóm phân tích	38
Hình 1.2: Sơ đồ cơ cấu chức năng bộ phận định mức tín nhiệm của Moody's	39
Hình 1.3: Mô hình tổ chức công ty định mức tín nhiệm và thông tin quốc gia	40
Hình 1.4: Mô hình tổ chức của dịch vụ định mức tín nhiệm thông tin Thái Lan-RIS.....	41
Hình 2.1: Kết quả bán lẻ TPCP qua KBNN 2000-2006	56
Hình 2.2: Kết quả trúng thầu tín phiếu kho bạc 2000-2006	65
Hình 2.3: Kết quả trúng thầu TPCP qua TTCK 2000-2006	78
Hình 2.4: Kết quả bảo lãnh phát hành TPCP 2000-2006	78
Hình 3.1: Mô hình cơ cấu tổ chức định mức tín nhiệm Việt Nam	170

LỜI MỞ ĐẦU

1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI:

Phát triển hệ thống kết cấu hạ tầng cơ sở đồng bộ với nhịp độ tăng trưởng kinh tế nhằm thúc đẩy và duy trì tăng trưởng kinh tế ổn định, bền vững là một trong những nhiệm vụ quan trọng của mọi quốc gia. Đối với các quốc gia kém phát triển, nền kinh tế luôn phải đối diện với những thách thức to lớn trong việc cung ứng một khối lượng vốn lớn để đầu tư xây dựng kết cấu hạ tầng cơ sở, tạo đà cho công cuộc công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Trong tình trạng NSNN eo hẹp, sự tham gia đầu tư vốn còn hạn chế của khu vực dân doanh, nguồn vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài phải đối đầu với áp lực cạnh tranh quốc tế sâu sắc, việc sử dụng công cụ TDNN huy động vốn vay để bù đắp thâm hụt, chi đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng cơ sở là một giải pháp đã được lựa chọn ở các quốc gia.

Trong nền kinh tế thị trường, TDNN trở thành công cụ quản lý vĩ mô hết sức quan trọng, ảnh hưởng rất lớn đến tiết kiệm, đầu tư và từ đó ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế bền vững của đất nước. Sử dụng hiệu quả công cụ TDNN sẽ góp phần thúc đẩy quá trình phát triển TTTC là thị trường không thể thiếu trong nền kinh tế thị trường. Điều quan trọng là một chính sách TDNN hợp lý không những đem lại lợi ích cho nền tài chính quốc gia, mà cho cả lợi ích của dân chúng, cho các doanh nghiệp, cho cả sự phát triển của hệ thống tài chính, góp phần thực hiện chiến lược tạo vốn và sử dụng vốn có hiệu quả. Đổi mới chính sách TDNN là bước quan trọng trong chiến lược tăng trưởng kinh tế bền vững của mỗi quốc gia cũng như hướng đến nền kinh tế thị trường đỉnh cao.

Ở Việt Nam, đổi mới chính sách TDNN là bộ phận cấu thành không thể tách rời trong tiến trình đổi mới căn bản và sâu sắc toàn bộ nền kinh tế trong thời gian qua. Những bước đi về đổi mới TDNN ở nước ta trong thời gian qua chỉ góp phần tích cực ổn định kinh tế vĩ mô, bước đầu tạo môi trường cho tăng trưởng kinh tế chứ

chưa làm cho TDNN trở thành vũ khí sắc bén thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao và bền vững.

Vì vậy, hoàn thiện cơ chế TDNN là một vấn đề đặt ra hết sức cấp bách. Quá trình hoàn thiện này phải bắt đầu từ khâu nhận thức về đổi mới TDNN nhằm thúc đẩy nhanh nhất quá trình hội nhập tài chính của nước ta với thế giới.

Với mong muốn đóng góp ý kiến của mình vào quá trình hoàn thiện hơn nữa TDNN trong quá trình đổi mới và hội nhập, tác giả đã chọn đề tài: **“HOÀN THIỆN PHƯƠNG THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM”** để thực hiện luận án tiến sĩ kinh tế của mình.

2. PHÂN TÍCH NHỮNG CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÓ CỦA CÁC TÁC GIẢ CÓ LIÊN QUAN MẬT THIẾT ĐẾN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU:

Hoạt động TDNN là một lĩnh vực thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà khoa học. Ở Việt Nam đã có nhiều tác giả thực hiện các công trình nghiên cứu về TDNN theo nhiều góc độ khác nhau. Những công trình này đã đóng góp tích cực trong việc xây dựng nền tảng hệ thống lý luận về TDNN và các giải pháp tổ chức thực hiện trong thực tiễn. Tuy nhiên, TDNN có phạm vi nghiên cứu rất rộng và liên quan đến nhiều lĩnh vực hoạt động khác nhau trong nền kinh tế. Vì vậy, các công trình nghiên cứu trước đây chưa bao quát hết các lĩnh vực thuộc phạm trù TDNN hoặc chưa mổ xẻ vấn đề nghiên cứu ở những khía cạnh cần thiết khác. Nhìn chung trong phạm vi tài liệu mà tác giả tiếp cận được cho đến nay thì vấn đề TDNN cũng được đề cập nhiều trên các tạp chí, báo chí dưới dạng đề cập vấn đề, hoặc trên tổng quan về TDNN, hoặc nghiên cứu thực tiễn việc điều hành TDNN của các quốc gia khác để rút ra bài học kinh nghiệm về điều hành TDNN ở Việt Nam. Đặc biệt trong những năm gần đây đã xuất hiện nhiều ý kiến khác nhau về cách thức điều hành TDNN của một số nhà nghiên cứu trong và ngoài nước ở trong tác phẩm “Việt Nam hội nhập về kinh tế trong xu thế toàn cầu hóa – vấn đề và giải pháp” (“Việt Nam

hội nhập kinh tế trong xu thế toàn cầu hóa – vấn đề và giải pháp”- Bộ ngoại giao và hợp tác đa phương – NXB Chính trị quốc gia Hà nội, 2001), hoặc trong tác phẩm “TTTC” (“TTTC” – Lê Văn Tư, NXB thống kê, 2004).

Riêng về những công trình nghiên cứu có phân tích hệ thống về TDNN thì có một số nghiên cứu sau:

Luận án phó tiến sĩ kinh tế đề tài: “Các biện pháp hoàn thiện công tác TDNN ở Việt Nam” của tác giả Nguyễn Thanh Dương, năm 1996 đã trình bày những cơ sở lý luận về TDNN, đưa ra những bài học kinh nghiệm về quá trình xử lý ở Việt Nam và các biện pháp nhằm hoàn thiện công tác huy động và sử dụng vốn TDNN.

Luận án tiến sĩ kinh tế đề tài: “Hoàn thiện các công cụ tài chính để huy động vốn cho chiến lược phát triển kinh tế – xã hội của Việt Nam đến năm 2020” của tác giả Sử Đình Thành, năm 2001 đã làm sáng tỏ hệ thống những cơ sở lý luận về công cụ tài chính trong đó có TDNN và đánh giá thực tiễn sử dụng công cụ TDNN từ năm 1986 -2000 ở Việt Nam, dựa vào những tồn tại trong điều hành công cụ TDNN để đưa ra những giải pháp nhằm hoàn thiện công cụ TDNN để nâng cao hiệu quả huy động vốn, phục vụ phát triển kinh tế – xã hội đến năm 2020.

Xem xét một cách tổng quát, những vấn đề về TDNN đã có nhiều tác giả nghiên cứu nghiêm túc được thể hiện trong các công trình nghiên cứu khoa học. Tuy nhiên, do thời gian, phạm vi đề tài nên các tác giả chưa đề cập một cách có hệ thống đến cơ sở lý luận về TDNN trong cơ chế thị trường. Hơn nữa, với mức độ hội nhập toàn diện, đầy đủ sau khi gia nhập WTO, cần phải có chiến lược xây dựng TDNN lành mạnh và bền vững đã chưa được các tác giả đề cập trong các công trình đã có trước đây.

Thực tế vẫn còn đòi hỏi một công trình nghiên cứu một cách có hệ thống về việc hoàn thiện TDNN ở góc độ mới để hoàn thiện một số vấn đề lý luận và tiếp tục bổ sung vào hệ thống các giải pháp chiến lược phát triển hoạt động TDNN phù hợp với sự vận động, chu chuyển của nền kinh tế thị trường.

Trong điều kiện hiện nay, hình thức huy động vốn TDNN bằng TPCP để vay nợ sẽ được ưu tiên lựa chọn tại Việt Nam, TPCP đã có những đóng góp tích cực trong cơ cấu vốn đầu tư xây dựng cơ bản của xã hội. Tuy nhiên, cơ chế huy động vốn TDNN bằng TPCP hiện nay đang bộc lộ không ít những hạn chế nhất định, chưa phù hợp với các qui luật kinh tế và cơ chế thị trường, TPCP thể hiện là công cụ huy động vốn hơn là một hàng hóa trên thị trường trái phiếu. Để phát huy tối đa hiệu quả huy động vốn bằng TPCP, cần phải nghiên cứu, hoàn thiện cơ chế, chính sách huy động và hoạch định chiến lược phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam.

Với đề tài này, tác giả đã tập trung nghiên cứu giải quyết những vấn đề mà các tác giả trước đây chưa đề cập hoặc chưa giải quyết một cách thỏa đáng nhằm bổ sung đầy đủ hơn cả về lý luận cũng như thực tiễn.

3. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU CỦA LUẬN ÁN:

Hệ thống hóa, bổ sung những nội dung lý luận cơ bản về TDNN và TPCP. Trên cơ sở lý luận tiến hành phân tích, đánh giá, kiểm định dựa trên số liệu định lượng về cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN, cơ cấu vốn đầu tư, kết quả đấu thầu tín phiếu, trái phiếu, bán lẻ TPCP để khẳng định sự cần thiết phát hành TPCP và đánh giá các điểm mạnh và điểm yếu của từng phương thức phát hành TPCP. Dựa vào kết quả đánh giá, phân tích thực trạng tiến hành đề xuất chiến lược định hướng phát triển thị trường TPCP đến năm 2020.

Nghiên cứu TPCP nhằm góp phần tăng tính khả thi của TPCP để góp phần huy động vốn vay cho nhà nước và phát triển thị trường TPCP. Những giải pháp đề xuất chủ yếu góp phần làm tăng tính khả thi của TPCP, thể hiện những ưu điểm của TPCP nhằm tạo ra động lực để thu hút nhà đầu tư, tạo điều kiện để TPCP trở thành hàng hóa chủ chốt trên TTCK và thúc đẩy thị trường TPCP Việt Nam phát triển.

4. PHẠM VI NGHIÊN CỨU:

Phạm vi nghiên cứu chỉ giới hạn trong khuôn khổ hình thức huy động vốn TDNN bằng TPCP, không nghiên cứu, phân tích thực trạng, đề xuất giải pháp cho

các hình thức TDNN khác như: ODA, vay thương mại. Luận án tập trung nghiên cứu và xây dựng định hướng chiến lược phát triển thị trường TPCP không nghiên cứu mảng trái phiếu chính quyền địa phương.

Việt Nam hiện nay có quá nhiều phương thức phát hành TPCP nên ở phần lý luận về các phương thức phát hành TPCP tác giả xin phép được trình bày các phương thức phát hành TPCP ở Việt Nam để làm cơ sở lý luận đặt ở Chương 1.

Tập trung học hỏi kinh nghiệm về xây dựng tổ chức định mức tín nhiệm và kinh nghiệm tổ chức, quản lý thị trường TPCP ở các nước có thị trường năng động, phát triển như Anh, Mỹ, Đông Á. Trên cơ sở các bài học kinh nghiệm sẽ chọn lọc và vận dụng vào thị trường TPCP nước ta.

5. NGUỒN TÀI LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP LUẬN NGHIÊN CỨU:

5.1 Nguồn tài liệu:

Dữ liệu chủ yếu là dữ liệu thứ cấp được lấy chủ yếu từ các phân tích thống kê và tham khảo thêm các tài liệu khác nhau của Ngân hàng thế giới và Quỹ tiền tệ quốc tế. Nguồn số liệu quan trọng khác được thu thập từ nguồn số liệu của Bộ Tài chính, NHNN Việt Nam, Bộ kế hoạch và đầu tư, Tổng cục thống kê. . . Thông tin phục vụ cho cơ sở lý thuyết được thu thập từ nhiều ấn bản khác nhau, kể cả trên internet sẽ được liệt kê ở phần tài liệu tham khảo. Tất cả những tài liệu này nhằm dẫn chứng cho đề tài thêm phong phú, góp phần làm sáng tỏ tính chất TPCP dưới góc độ một hàng hóa tài chính trên TTTC (cụ thể là thị trường trái phiếu – thị trường nợ) hơn là một công cụ vay vốn của Nhà nước trong giai đoạn hiện nay và thời gian sắp tới.

5.2 Phương pháp luận nghiên cứu:

Luận án sử dụng tổng hợp các phương pháp nghiên cứu và do yêu cầu, đặc điểm của đề tài chủ yếu dùng các phương pháp như mô tả, diễn giải, quy nạp vấn đề, duy vật biện chứng, suy luận logic, duy vật lịch sử, phân tích, thống kê, so sánh,

nhận định xu hướng, khái quát hóa bằng kết luận và kết hợp việc tiếp cận các số liệu thực tế đã tổng hợp.

Bên cạnh các phương pháp duy vật biện chứng, duy vật lịch sử và các học thuyết kinh tế hiện đại trong lĩnh vực tài chính - tiền tệ để có sự tiếp cận trong so sánh và nâng cao các vấn đề cần bàn trong luận án thì còn có sự kết hợp với việc tham khảo và vận dụng một số kinh nghiệm về điều hành chính sách TDNN của một số quốc gia. Qua đánh giá và phân tích tình hình thực tế về điều hành TDNN của Việt Nam từ khi chuyển sang nền kinh tế thị trường để đưa ra những giải pháp nhằm thúc đẩy quá trình hoàn thiện chính sách TDNN trong xu thế hội nhập thế giới.

Tôn trọng tính khoa học vì đó là sự phản ánh trung thực của sự vật, của quá trình vận động và phát triển, luôn đặt sự vật và hiện tượng trong trạng thái vận động để xem xét mối quan hệ qua lại với nhau để từ đó thâm nhập tìm hiểu bản chất của đối tượng, tìm ra chân lý và chọn ra những vấn đề tiêu biểu mang tính trọng yếu của đối tượng để đưa vào thực tiễn.

6. NHỮNG ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN:

Nét nổi bật xuyên suốt nội dung của luận án là hệ thống hoá một cách chọn lọc và luận giải rõ những luận cứ về điểm nghiên cứu TPCP dưới góc độ một hàng hóa tài chính trên TTTC hơn là một công cụ huy động vốn vay cho Nhà nước.

Bên cạnh đó, luận án đã bổ sung những hàm lượng khoa học cho các căn cứ về tính chất hàng hóa của trái phiếu hiện nay, nhấn mạnh vai trò đa dạng hóa hàng hóa cho thị trường vốn, TTTT, tăng “tính khả thị” của TPCP trên thị trường.

Trên cơ sở nghiên cứu, phân tích thực trạng đưa ra những thành tựu và tồn tại của từng phương thức phát hành làm cơ sở cho việc đề ra các giải pháp hoàn thiện công tác huy động vốn TDNN bằng TPCP.

Định hướng chiến lược phát triển thị trường TPCP Việt Nam đến năm 2020.

Tập trung các giải pháp hoàn thiện các phương thức phát hành TPCP ở nước ta nhằm nâng cao “tính khả thị” của hàng hóa TPCP bằng cách làm gia tăng các ưu

điểm nổi bật của TPCP so với các loại chứng khoán khác để thu hút nhà đầu tư. TPCP phải tham gia thị trường với tư cách là một hàng hóa chủ chốt phải tuân thủ các qui luật vận động của TTTC chứ không chỉ là một công cụ tham gia TTTC nhằm huy động đủ vốn vay cho Nhà nước mà không tuân thủ các qui luật thị trường.

CHƯƠNG 1 TỔNG QUAN VỀ TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

1.1. SỰ CẦN THIẾT VÀ BẢN CHẤT CỦA TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC

1.1.1. Khái quát nguồn gốc ra đời, phát triển và sự cần thiết của tín dụng nhà nước

Quan hệ tín dụng chỉ xuất hiện và tồn tại khi hội đủ những điều kiện cần thiết về kinh tế, xã hội nhất định. Kể từ khi ý thức phân công lao động xã hội hình thành, năng suất lao động gia tăng, trao đổi hàng hóa phát triển thì bắt đầu xuất hiện sản phẩm dư thừa và phân hóa giai cấp trong xã hội. Sự phân hóa giai cấp tất yếu dẫn đến tình trạng xuất hiện một số cá nhân trong xã hội phải sống trong điều kiện thiếu thốn những nhu cầu sinh hoạt tối thiểu, một số khác luôn ở trong tình trạng dư thừa. Từ đó giữa hai nhóm người này, một bên phát sinh nhu cầu nhưng không đủ khả năng để đáp ứng, một bên có thừa vật chất lại chưa có nhu cầu sử dụng. Hai đối tượng này đã thỏa thuận với nhau để thiết lập nên một mối quan hệ vay mượn, quan hệ tín dụng cũng hình thành từ đó.

Trước TDNN đã có nhiều loại hình tín dụng khác như tín dụng cho vay nặng lãi, tín dụng thương mại, tín dụng ngân hàng ra đời và phát triển đan xen lẫn nhau. TDNN cũng là một loại hình tín dụng, nhu cầu TDNN hình thành từ mâu thuẫn gay gắt giữa thu và chi NSNN. Thật vậy, sự tan rã của chế độ Công xã Nguyên thủy đã mở ra một thời kỳ mới của xã hội loài người, thời kỳ có sự tồn tại của Nhà nước. Cùng với sự ra đời của Nhà nước, NSNN đã hình thành và phát triển gắn liền với quá trình tồn tại và phát triển của Nhà nước. NSNN có vai trò góp phần tạo khoản thu cho Nhà nước thực hiện các chức năng, nhiệm vụ về kinh tế, chính trị, xã hội. Tuy nhiên, do một số nguyên nhân khách quan và chủ quan, hiện tượng mất cân đối NSNN thường xuyên xảy ra ở bất cứ quốc gia nào. Để bù đắp thiếu hụt ngân sách, Nhà nước phong kiến thường sử dụng giải pháp tăng thuế hoặc phát động chiến tranh xâm lược để vơ vét của cải của các quốc gia khác. Khi lựa chọn hai giải pháp

này, nhà nước phong kiến luôn phải đối mặt với những nguy cơ xáo trộn chính trị, đôi khi phải trả giá bằng sự thay đổi triều đại, thể chế. Trước thực trạng này, đòi hỏi Nhà nước phong kiến phải tìm kiếm một giải pháp mới mang tính chiến lược lâu dài và tích cực hơn để giải quyết bội chi NSNN.

Cuối thế kỷ 19, thời kỳ chuyển đổi từ nền kinh tế thị trường tự do cạnh tranh sang nền kinh tế thị trường hiện đại quan hệ vay mượn giữa các quốc gia để bù đắp thiếu hụt ngân sách bắt đầu phát triển, dần dần mối quan hệ vay mượn mở rộng ra tất cả các chủ thể trong nền kinh tế. Giai đoạn đầu chỉ là quan hệ đi vay giữa các quốc gia, về sau Nhà nước vừa là chủ thể đi vay lại vừa thực hiện việc cho vay lại với mọi tầng lớp dân cư trong xã hội. Quan hệ vay mượn này đã làm xuất hiện một loại hình tín dụng đó là TDNN. TDNN ra đời, tồn tại và không ngừng được mở rộng, hoàn thiện phát triển phù hợp với yêu cầu ngày càng phát triển của nền kinh tế xã hội. Quan hệ TDNN bước đầu được thể hiện bằng các hiệp định vay nợ ký kết giữa các quốc gia, kế ước vay nợ . . . Cuối cùng là sự xuất hiện của TPCP, TPCP đã trở thành công cụ huy động vốn hiệu quả cho Nhà nước đồng thời TPCP cùng với cổ phiếu đã trở thành hàng hóa chủ chốt tham gia trên TTCK. Ban đầu, TPCP xuất hiện có hình thức và kỹ thuật đơn giản. Cùng với xu hướng phát triển tài chính quốc gia và xu thế hội nhập tài chính quốc tế, từ những kinh nghiệm tích lũy của quốc gia và những bài học tiên tiến trên thị trường quốc tế, các loại hình TPCP tại các quốc gia phát triển và đang phát triển theo thời gian không ngừng được đa dạng hóa về hình thức, hoàn thiện về mặt nội dung lẫn kỹ thuật để phát huy tối đa khả năng huy động vốn trong công chúng.

Như vậy, TDNN cũng như các loại hình tín dụng khác là một phạm trù kinh tế khách quan của nền kinh tế hàng hóa. Quan hệ TDNN đã xuất hiện từ đòi hỏi tất yếu của quá trình phát triển kinh tế- xã hội. Nhà nước là chủ thể trong nền kinh tế hàng hóa cũng giống như các chủ thể khác. Hiện tượng mất cân đối thu chi NSNN là hiện tượng thường xuyên, liên tục của các quốc gia. Thể hiện ra bên ngoài là tình

trạng thu và chi NSNN không khớp trong cùng khoảng thời gian nhất định. Cụ thể là khi có nhu cầu chi NSNN thì thu NSNN chưa tập trung kịp thời hoặc nhu cầu đầu tư phát triển lớn nhưng nguồn vốn đầu tư lại bị hạn chế. TDNN chính là loại hình tín dụng hết sức quan trọng và cần thiết nhằm bù đắp khoản thâm hụt kể trên của NSNN và bổ sung nguồn vốn đầu tư phát triển xã hội. Các hình thức huy động vốn TDNN không ngừng được đa dạng hóa cùng với quá trình phát triển của nền kinh tế hàng hóa. Các hình thức vay mượn TDNN sẽ giải quyết một khoảng chênh lệch nhất định NSNN trong khoảng thời gian tạm thời hoặc tài trợ dài hạn cho nguồn vốn đầu tư phát triển. TDNN được sử dụng như một công cụ tài chính hiệu quả nhằm huy động nguồn lực trong và ngoài nước bù đắp thâm hụt NSNN để tiến tới đạt được những mục tiêu chiến lược phát triển kinh tế xã hội quốc gia. TDNN đã là công cụ tài chính không thể thiếu nhằm hỗ trợ đắc lực cho hoạt động động NSNN. Ngoài ra, công cụ TDNN nếu được sử dụng một cách hiệu quả, một mặt TDNN không chỉ đáp ứng khoản thu để bù đắp thâm hụt NSNN, mặt khác TDNN còn góp phần đảm bảo nguồn vốn đầu tư phát triển, nguồn vốn cho vay tài trợ phục vụ tích cực các mục tiêu phát triển kinh tế của Nhà nước nhằm tạo ra mức tăng trưởng cao, lành mạnh hóa môi trường kinh tế vĩ mô, xây dựng nền tài chính quốc gia từng bước vững mạnh, chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo định hướng của Nhà nước.

1.1.2. Khái niệm, bản chất và đặc điểm của tín dụng nhà nước

1.1.2.1. Khái niệm tín dụng nhà nước

TDNN thể hiện mối quan hệ vay mượn (đi vay-cho vay) giữa Nhà nước với Nhà nước, giữa Nhà nước với các tổ chức tài chính quốc tế và giữa Nhà nước với các chủ thể trong và ngoài nước dưới các hình thức phát hành tín phiếu, TPCP, chứng chỉ đầu tư, ký kết các hiệp định vay nợ. Trong quan hệ vay mượn này, số vốn được chuyển quyền sử dụng phải dựa trên nguyên tắc hoàn trả, có thời hạn và có lãi. Nhà nước vừa là chủ thể đi vay, đồng thời cũng là người cho vay để tài trợ các chương trình, mục tiêu trọng điểm quốc gia. Nguồn vốn TDNN huy động được, một phần

được dùng để bù đắp thiếu hụt NSNN, phần lớn còn lại sử dụng chi cho đầu tư phát triển theo các chương trình mục tiêu chung do Nhà nước đề ra. Bù đắp các khoản thâm hụt là việc bình thường đối với các Chính phủ trên toàn thế giới. Chính phủ thường muốn nắm giữ vai trò chủ chốt trong tiến trình phát triển kinh tế, tài trợ các dự án phát triển lớn. Điều này có thể là cần thiết khi thiếu vốn và khả năng kinh doanh của lĩnh vực tư nhân. Trong một số trường hợp thì ít nhất nó cũng cần thiết cho việc cố gắng để đạt được sự tăng trưởng và động lực để phân bố kinh tế của đất nước.

1.1.2.2. Bản chất tín dụng nhà nước

Về bản chất, TDNN là một phạm trù kinh tế thuộc lĩnh vực tài chính- tiền tệ gắn liền với hoạt động của NSNN. TDNN là quan hệ sử dụng vốn lẫn nhau giữa các Nhà nước, giữa Nhà nước với các chủ thể khác trong và ngoài nước dựa trên nguyên tắc hoàn trả, được thực hiện thông qua mối quan hệ giữa người đi vay và người cho vay dưới hình thức tiền tệ hoặc hiện vật, mối quan hệ này được thiết lập dựa trên sự tín nhiệm lẫn nhau. Mặt khác, TDNN được hiểu là quan hệ chuyển nhượng tạm thời quyền sử dụng vốn thiết lập dựa trên nguyên tắc bình đẳng hai bên cùng có lợi.

Tóm lại, TDNN phản ánh sự chuyển dịch tạm thời nguồn vốn nhàn rỗi hoặc vốn đầu tư từ phía công chúng, từ các tổ chức kinh tế, xã hội ở trong và ngoài nước vào NSNN và sự chuyển dịch tạm thời từ nguồn vốn NSNN huy động được sang các chủ thể được phép vay nợ từ các chương trình, dự án do Nhà nước hoạch định. TDNN còn thể hiện về bản chất xã hội, cụ thể là bản chất của Nhà nước vừa đóng vai trò là chủ thể đi vay vừa thực hiện vai trò chủ thể cho vay – chủ thể tín dụng quyết định bản chất giai cấp của TDNN. Cụ thể là thể hiện mối quan tâm của Chính phủ đối với nhân dân trong nước qua các hình thức cho vay tài trợ với lãi suất thấp hoặc không có lãi suất và mục tiêu vay nợ qua TDNN để phục vụ các chương trình trọng điểm quốc gia vì lợi ích chung của toàn xã hội.

1.1.2.3. Đặc điểm tín dụng nhà nước

Việc huy động vốn và sử dụng vốn trong hình thức TDNN thường có sự kết hợp hài hòa giữa các nguyên tắc tín dụng với các chính sách tài chính của Nhà nước. Mặc dù quan hệ TDNN được thiết lập dựa trên các nguyên tắc tín dụng: tự nguyện, có lãi, có thời hạn, hoàn trả. . .Tuy nhiên, dưới áp lực phải cân đối NSNN, nhu cầu về vốn đầu tư phát triển, các chương trình mục tiêu kinh tế – xã hội phải đạt được. Đôi khi, nguyên tắc tự nguyện sẽ không được tuân thủ tuyệt đối. Vì lợi ích chung của toàn xã hội, Nhà nước có thể dùng quyền lực chính trị để áp đặt mối quan hệ tín dụng cần thiết với các chủ thể nhất định nhằm cân đối NSNN hoặc tập trung vốn để thực hiện các chương trình then chốt, trọng điểm quốc gia đem lại lợi ích cho cộng đồng. Đây là một đặc điểm cơ bản của TDNN.

Phạm vi huy động vốn của TDNN rất rộng, vừa huy động trong nước, vừa huy động vốn ngoài nước. Trong nước, TDNN có khả năng huy động nguồn vốn nhân rỗi của mọi tầng lớp dân cư, tất cả các thành phần kinh tế. Ngoài nước, bằng uy tín của Chính phủ, TDNN có thể vay nợ từ các Chính phủ, tổ chức tài chính-tiền tệ quốc tế và huy động vốn tiết kiệm của dân cư nước ngoài.

Hình thức huy động vốn TDNN phong phú, đa dạng có thể huy động vốn bằng hiện vật lẫn hiện kim tùy theo nhu cầu của quốc gia, theo từng thời kỳ nhất định.

Phương thức huy động vốn đa dạng, linh hoạt như : phát hành các loại tín phiếu, trái phiếu, công trái, ký kết hiệp định vay nợ. . .

TDNN luôn chứa đựng nội dung kinh tế lẫn nội dung chính trị. Tính lợi ích kinh tế vừa thể hiện trực tiếp trên lợi tức tiền vay, vừa được thể hiện gián tiếp dưới góc độ hưởng thụ các tiện ích công cộng do Nhà nước đầu tư mang lại, những lợi ích do quan hệ hợp tác, ngoại giao được mở rộng. Tính cưỡng chế của TDNN thể hiện trong các trường hợp Nhà nước qui định mức huy động theo nghĩa vụ bắt buộc đối với chủ thể trong nước. Tính cưỡng chế này áp dụng không thường xuyên mà chỉ áp dụng trong những trường hợp cấp thiết như khi đất nước có chiến tranh hoặc khi nhà

nước có nhu cầu đầu tư những công trình trọng điểm có qui mô vốn lớn phục vụ cho lợi ích kinh tế xã hội. Tính chính trị của TDNN thể hiện thông qua mức độ tín nhiệm của dân cư đối với Chính phủ. Mức độ tín nhiệm này sẽ được củng cố và gia tăng khi Nhà nước thực hiện thanh toán nợ đúng hạn và sử dụng vốn vay đúng mục đích, phát huy được các hiệu quả kinh tế xã hội. Trong quan hệ đối ngoại, tính chính trị của TDNN thể hiện trong mối quan hệ về hợp tác chính trị, ngoại giao . . giữa nước cho vay và nước đi vay.

1.2. VAI TRÒ CỦA TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC TRONG NỀN KINH TẾ THỊ TRƯỜNG

1.2.1. Vai trò huy động vốn góp phần bù đắp thâm hụt ngân sách nhà nước

Hiện tượng mất cân đối giữa thu và chi NSNN thường xuyên diễn ra do nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan ở các quốc gia trên thế giới. Hiện tượng mất cân đối này có thể tạm thời hoặc lâu dài tùy thuộc vào đặc điểm phát triển kinh tế xã hội trong từng thời kỳ, gây ra những hậu quả nhất định đối với nền tài chính quốc gia. Để bù đắp thiếu hụt NSNN trong trường hợp không thể cắt giảm chi NSNN, các quốc gia phải đứng trước các sự lựa chọn như: phát hành thêm tiền, vay nợ, tăng thuế, bán tài sản quốc gia.

Tăng thuế, bán tài sản quốc gia, phát hành tiền và vay nợ đều tạo ra khả năng cho việc bù đắp thâm hụt NSNN. Tuy nhiên, mỗi biện pháp đều có những ưu điểm và nhược điểm nhất định. Hay nói cách khác, kết quả của việc bù đắp thâm hụt luôn đi kèm với một số hậu quả phải gánh chịu. Tăng thuế hoặc bán tài sản quốc gia sẽ bù đắp thâm hụt mà Chính phủ không phải đối đầu với áp lực trả nợ vay. Nhưng bán tài sản quốc gia rất khó mang lại hiệu quả cho việc bù đắp thâm hụt do nguồn tài sản quốc gia luôn có giới hạn nhất định. Việc tăng thuế để bù đắp thâm hụt NSNN sẽ gây ra áp lực đối với nền kinh tế quốc gia. Tùy theo tình hình cụ thể của nền kinh tế quốc gia mà mỗi quốc gia sẽ có những phản ứng khác nhau khi tăng thuế. Sẽ có nền kinh tế chịu đựng được và tiếp tục duy trì sự phát triển trước áp lực tăng thuế

hoặc có nền kinh tế bị ảnh hưởng nặng nề của việc tăng thuế làm suy giảm tốc độ phát triển nền kinh tế, giảm sút khoản thu thuế cho NSNN trong các năm tiếp theo. Ngoài thuế, vay nợ và tài sản quốc gia, Chính phủ còn có thể in tiền như là phương cách cuối cùng để tài trợ cho kế hoạch chi tiêu của mình. Việc phát hành tiền có ưu điểm nhanh chóng, dễ thực hiện, Chính phủ không phải đối mặt với áp lực trả nợ vay. Tuy nhiên, phát hành tiền luôn chứa đựng nguy cơ gây lạm phát cho nền kinh tế do lượng tiền mặt trong lưu thông gia tăng (theo Báo cáo cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN từ năm 1991-1995 của Bộ Tài chính thì Việt Nam ngưng phát hành tiền để bù đắp thiếu hụt NSNN kể từ năm 1992). Nhìn chung, việc vay nợ thông qua TDNN thực hiện theo nguyên tắc thỏa thuận tự nguyện trên cơ sở bình đẳng hai bên Nhà nước và chủ thể cho vay cùng có lợi chứ không áp đặt bằng quyền lực Nhà nước như tăng thuế hoặc phát hành tiền để bù đắp thâm hụt NSNN. Vay nợ vừa có khả năng huy động nguồn vốn đầu tư, tiết kiệm trong nước vừa có khả năng tập trung nguồn vốn đầu tư gián tiếp từ nước ngoài để bù đắp thâm hụt ngân sách. Tuy nhiên, vay nợ đặt Chính phủ vào áp lực phải trả nợ gốc và lãi tiền vay, làm tăng chi NSNN. Nếu vay nợ thực hiện thường xuyên để bù đắp thâm hụt NSNN sẽ làm gia tăng nguồn nợ quốc gia theo thời gian.

1.2.2. Vai trò huy động vốn tài trợ cho các chương trình chiến lược quốc gia

Một trong những nhiệm vụ hàng đầu của Nhà nước là trực tiếp đầu tư xây dựng các công trình thuộc kết cấu hạ tầng trong nền kinh tế. Những công trình này có đặc điểm: vốn đầu tư lớn, thời gian thu hồi vốn dài, lợi nhuận thấp nên không hấp dẫn các thành phần kinh tế khác, hơn nữa, họ có thể không đủ tiềm lực và quyền lực để đầu tư. Trong điều kiện thu NSNN có hạn, nhu cầu vốn cho đầu tư kết cấu hạ tầng cơ sở rất lớn, nhất là đối với các quốc gia đang phát triển. TDNN chính là giải pháp tích cực để giải đáp bài toán vốn đầu tư kết cấu hạ tầng cơ sở. Ngoài ra, việc huy động vốn tín dụng gắn với các công trình trọng điểm quốc gia mà chính tầm cỡ và vị thế của các chương trình quốc gia đó sẽ tạo được hệ số tín nhiệm cao đối với

các nhà đầu tư trong lẫn ngoài nước. Đây sẽ là một thuận lợi rất lớn cho việc huy động vốn để xây dựng kết cấu hạ tầng cơ sở xã hội.

1.2.3. Vai trò tạo thêm hàng hóa cho thị trường tài chính góp phần tham gia điều tiết tiền tệ và kiểm chế lạm phát hoặc giảm phát trong nền kinh tế

Đứng về phía nhà phát hành, trái phiếu là công cụ huy động vốn cho Nhà nước. Nhưng khi phát hành ra thị trường, trái phiếu đã trở thành loại hàng hóa quan trọng trên thị trường vốn và TTTT. Phát hành trái phiếu vay nợ của Chính phủ có một ảnh hưởng lớn, thậm chí rất lớn đến thị trường vốn (trung và dài hạn), TTTT (ngắn hạn) của các quốc gia. Trước hết, trái phiếu đã thực sự là một hàng hóa trên thị trường vốn. Việc xuất hiện trái phiếu đã góp phần đa dạng hóa lượng hàng hóa trên thị trường. Ở thị trường vốn, TPCP với đặc tính rủi ro thấp đã trở thành hàng hóa chủ đạo trên thị trường, góp phần hình thành lãi suất tham chiếu trên thị trường. TPCP ở thị trường vốn luôn có doanh số vượt trội hơn hẳn doanh số của các chứng khoán khác, thể hiện vai trò chủ lực, thúc đẩy sự phát triển bền vững, ổn định của thị trường vốn. Trên TTTT, TPKB, công trái, tín phiếu kho bạc là các loại chuẩn tiền tệ trong dự trữ của hệ thống ngân hàng thương mại. TPCP với chủ thể phát hành là một thể chế quyền lực tối cao đó là Chính phủ. Nhờ đó, TPCP trở thành chứng khoán có rủi ro thấp nhất.

Ngoài ra, TPCP được phát hành với khối lượng lớn, thời gian phát hành thường xuyên, liên tục để huy động và sử dụng một lượng vốn lớn của nền kinh tế nhằm phục vụ sự nghiệp phát triển kinh tế xã hội đất nước theo mục tiêu phát triển trong ổn định. Khác hẳn với những loại chứng khoán nợ khác, TPCP vượt trội hơn ở đặc điểm “trung lập”, chỉ phục vụ lợi ích toàn xã hội chứ không vì ích lợi của chủ thể phát hành hay nhà đầu tư. Rủi ro thấp, khối lượng phát hành lớn và tính trung lập vượt trội của TPCP đã tạo điều kiện cho TPCP trở thành hàng hóa chủ lực tham gia “nghiệp vụ TTM” một công cụ gián tiếp để điều hành chính sách tiền tệ quốc gia. Thông qua việc phát hành tín phiếu, trái phiếu với khối lượng đã được tính toán phù

hợp sẽ rút bớt khối lượng tiền mặt trong lưu thông, góp phần kiềm chế lạm phát nền kinh tế. Ngược lại, khi chiết khấu, trả nợ tín phiếu, trái phiếu, một lượng tiền mặt cần thiết được bơm vào nền kinh tế nhằm khắc phục giảm phát. Tùy thuộc điều kiện kinh tế trong từng thời kỳ, NHTƯ sẽ vận dụng TPCP để bơm vào hoặc rút tiền ra khỏi lưu thông góp phần điều hòa, ổn định tiền tệ và kiềm chế lạm phát hoặc giảm phát.

1.3. CÁC HÌNH THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC VÀ MỐI QUAN HỆ GIỮA CÁC HÌNH THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC

1.3.1. Các hình thức huy động vốn tín dụng nhà nước

1.3.1.1. Tài trợ phát triển chính thức (Official Development Assistance)

Tài trợ phát triển chính thức ODA là hình thức huy động vốn TDNN thông qua luồng vốn tài trợ phát triển chính thức ODA. Tài trợ phát triển chính thức ODA là hình thức tiếp nhận vốn thuộc chương trình hợp tác phát triển do các Chính phủ nước ngoài hỗ trợ trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua các tổ chức Chính phủ. Nguồn vốn ODA huy động được góp phần bổ sung vào nguồn vốn đầu tư phát triển, cải thiện thặng dư cán cân thanh toán, tăng dự trữ ngoại tệ quốc gia. Nguồn vốn ODA bao gồm viện trợ không hoàn lại, các khoản cho vay với điều kiện ưu đãi về lãi suất, khối lượng vốn vay và thời hạn thanh toán.

Nguồn vốn ODA tuy có ưu điểm về chi phí sử dụng vốn được ưu đãi với lãi suất thấp, đôi khi không phải hoàn trả cả vốn gốc lẫn lãi suất khi được nhận khoản viện trợ không hoàn lại. Tuy nhiên, các nước nhận viện trợ thường xuyên phải đối mặt với những thách thức rất lớn đó là gánh nặng nợ quốc gia trong tương lai, chấp nhận những điều kiện ràng buộc khắt khe về thủ tục chuyển giao vốn, đôi khi còn gắn cả những điều kiện về chính trị. Mỗi tổ chức, mỗi Chính phủ đều có những phương cách và thông lệ riêng trong việc cung cấp ODA nhằm đạt được những mục tiêu, chính sách riêng của họ. Với những ràng buộc về chính trị không phải nước nào

cũng có thể nhận viện trợ hoặc sử dụng có hiệu quả cao trong thể chế chính trị của quốc gia. Còn đối với những điều kiện về kinh tế, điển hình nhất là Quỹ tiền tệ quốc tế và Ngân hàng thế giới đều đưa ra cung cách áp đặt nước nhận tài trợ phải tiến hành những chương trình điều chỉnh cơ cấu kinh tế theo một khuôn khổ rất cứng nhắc mang lại những hệ quả tốt lẫn xấu trong việc tiếp nhận và sử dụng nguồn vốn này. Hệ quả tốt diễn ra nếu như khối lượng vốn phù hợp nhằm hạn chế vốn đối ứng của nước tiếp nhận, lãi suất ưu đãi, thời hạn, tốc độ giải ngân vốn nhanh, năng lực quản lý và sử dụng vốn ODA của quốc gia tiếp nhận, quan trọng nhất là chương trình, mục tiêu áp đặt cho quốc gia nhận vốn phải phù hợp với đặc thù kinh tế - chính trị - xã hội của quốc gia đó. Ngược lại, hệ quả xấu sẽ xuất hiện khi chương trình, mục tiêu áp đặt không phù hợp với đặc thù kinh tế - chính trị - xã hội của quốc gia tiếp nhận vốn sẽ gây ra thêm gánh nặng cho quốc gia nhận vốn ODA. Trước tiên, gánh nặng chính là lãi suất và khoản nợ phải trả trong tương lai dễ bị ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá. Kế đến, kết quả đạt được không như mong muốn, hoặc không tương xứng với khối lượng vốn đầu tư, gây không ít xáo trộn về kinh tế xã hội tác động xấu đến đường lối chính trị của quốc gia nhận vốn ODA. Tệ nạn tham nhũng, thất thoát vốn trong quá trình tiếp nhận và sử dụng vốn ODA ở các quốc gia đang phát triển cũng khiến cho các quốc gia vay nợ phải đối diện với rủi ro chậm được giải ngân vốn hoặc bị thu hồi vốn ODA. Hơn nữa, nguồn vốn vay ODA sẽ không còn khi quốc gia tăng trưởng, phát triển và thoát khỏi tình trạng là một quốc gia kém phát triển.

1.3.1.2. Vay nợ ngân hàng

Đây là hình thức vay thương mại được biểu hiện bằng việc Nhà nước tiến hành vay nợ từ các ngân hàng thương mại trong và ngoài nước hoặc vay nợ NHTU trong nước. Đây là hình thức TDNN mà ngân hàng và các tổ chức kinh doanh tiền tệ cho Nhà nước vay nhận được cam kết trả nợ của Nhà nước nhưng không thể mua bán, chuyển nhượng được như TPCP. Nhà nước để tiếp cận được nguồn vốn vay buộc phải tuân thủ các điều kiện qui định chặt chẽ của TTTT trong và ngoài nước.

Thời hạn cho vay nợ thường là ngắn hạn, lãi suất cho vay phụ thuộc lãi suất của TTTT trong và ngoài nước. Nếu so sánh về lãi suất với các hình thức TDNN khác thì đây là hình thức TDNN có lãi suất đi vay cao nhất. Đây chính là khoản chi phí Nhà nước phải chấp nhận khi lựa chọn hình thức vay nợ ngân hàng. Do đó, đối với nguồn vay nợ từ ngân hàng thì Nhà nước khó có thể sử dụng để chi cho đầu tư phát triển dài hạn vì phải tính toán đến hiệu quả sử dụng vốn. Vay ngân hàng chịu ràng buộc chặt chẽ của các điều kiện của TTTT trong và ngoài nước và chịu ảnh hưởng mạnh bởi các điều kiện của TTTT. Những thay đổi của các điều kiện qui định cũng tạo ra một rủi ro Nhà nước phải gánh chịu. Khi vay nợ ngân hàng, Nhà nước cần phải tính toán, cân nhắc các điều kiện vay trả, hiệu quả sử dụng vốn và khả năng trả nợ của Nhà nước. Vay nợ thương mại phải là hình thức vay nợ được lựa chọn cuối cùng trong một tình thế cấp bách khi mà các hình thức TDNN khác không thể mang lại khối lượng vay nợ cần thiết, kịp thời cho NSNN.

1.3.1.3. Phát hành trái phiếu chính phủ

Đây là hình thức huy động vốn TDNN thông qua việc phát hành chứng khoán nợ dưới dạng TPCP để vay nợ của công chúng trong và ngoài nước. So với hình thức huy động vốn ODA và vay ngân hàng thì TPCP có phạm vi huy động vốn rộng rãi và linh hoạt hơn. Quốc gia không những có thể phát hành TPCP để vay nợ trong nước mà còn có khả năng phát hành trái phiếu để vay nợ trên TTCK quốc tế. Chính phủ có thể chủ động sử dụng nguồn vốn vay nợ bằng TPCP theo kế hoạch tài khóa quốc gia mà không phải chịu sự chi phối, giám sát của các chủ thể cho vay. Một đặc điểm nổi bật của TPCP so với các hình thức tín dụng khác là TPCP có khả năng trao đổi, người cho vay không nhất thiết phải nắm giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn mà hoàn toàn có thể chuyển nhượng trái phiếu trên thị trường thứ cấp để thu hồi vốn. Bằng cách này, TPCP tạo điều kiện vay nợ dài hạn cho Nhà nước trong khi người cho vay vẫn có thể thu hồi vốn vào bất cứ thời điểm nào trên một TTCK thứ cấp phát triển. TPCP với mức rủi ro thấp đã trở thành hàng hóa chủ chốt trên các TTCK

trong nước. Bên cạnh đó, việc TPCP thâm nhập TTCK quốc tế sau khi đã tuân thủ hàng loạt các qui định, thông lệ quốc tế của thị trường thế giới sẽ trở thành công cụ tiên phong dẫn bước cho việc phát hành trên TTCK quốc tế của các loại chứng khoán còn lại. Tuy vậy, việc tìm kiếm vốn trên TTTC quốc tế vẫn có nhiều khó khăn và thử thách, đặc biệt là các tiêu chuẩn tín nhiệm của chứng khoán để được chấp nhận giao dịch tại các TTTC quốc tế. Vay nợ bằng TPCP cũng tạo ra gánh nặng nợ trong tương lai cho quốc gia nên khối lượng nợ vay luôn bị giới hạn và phải có kế hoạch trả nợ cùng lãi suất. Vì vậy, quốc gia chủ động hơn trong thanh toán nợ vay TPCP bằng khả năng phát hành trái phiếu mới để đảo nợ. Đảo nợ cũ bằng nợ mới có thể vừa thực hiện bằng trái phiếu phát hành trong nước lẫn trái phiếu phát hành qua thị trường quốc tế. Với phạm vi huy động vốn rộng lớn, TPCP có thể được đánh giá là công cụ có đủ khả năng khai thác “nội lực” và tận dụng “ngoại lực”. Với sự chuyên môn hóa về mua bán các loại chứng khoán, TTCK được xem như một phương thức hiệu quả huy động nguồn vốn trong và ngoài nước, tạo ra nguồn vốn đầu tư trung và dài hạn cho nền kinh tế. TPCP là chứng khoán được phát hành, thanh toán với khối lượng lớn, TPCP đã tham gia vào quá trình kiểm chế lạm phát, ổn định tiền tệ, đặc biệt là thông qua nghiệp vụ “TTM”.

Ưu điểm của TPCP là không thể phủ nhận, nhưng mặt trái của nó không phải là không có. Sự biến động về giá cả trái phiếu do các nhà đầu cơ thao túng thị trường tạo nên kinh tế ảo hoặc bong bóng rất nguy hiểm và làn sóng khủng hoảng tài chính-tiền tệ có thể xảy ra bất cứ lúc nào. Khác với khoản vay ODA và vay nợ ngân hàng, khi vay nợ bằng TPCP thì quốc gia đã trở thành chủ sở hữu thực sự đối với khoản nợ vay, chủ nợ không có quyền can thiệp vào mục đích và quá trình sử dụng vốn của quốc gia vay nợ. Quốc gia vay nợ hoàn toàn tự chủ trong việc sử dụng vốn vay không có sự bó buộc phải thực hiện các mục tiêu, chính sách kinh tế, ràng buộc về mục đích sử dụng vốn hoặc các ràng buộc về chính trị để được vay nợ. Chính phủ vay nợ chủ động sử dụng khoản tiền vay để thực hiện các chính sách, dự

án mà không bị lệ thuộc vào chương trình, dự án phải tuân thủ như ODA, không phải tuân thủ những điều kiện ràng buộc của TTTT để vay nợ ngân hàng.

1.3.2. Mối quan hệ tương quan giữa các hình thức huy động vốn tín dụng nhà nước

Xét về bản chất thì mỗi hình thức huy động vốn TDNN đều thể hiện mối quan hệ tài chính. Trong nền kinh tế - xã hội, các mối quan hệ tài chính này thể hiện mối quan hệ đan xen qua lại lẫn nhau dưới dạng quan hệ biện chứng hai mặt. Một mặt thể hiện quan hệ hợp tác lẫn nhau, mặt khác lại thể hiện quan hệ cạnh tranh, đối kháng giữa các hình thức huy động vốn TDNN.

Quan hệ hợp tác đầu tiên chính là sự chia sẻ gánh nặng vay nợ để phát triển kinh tế-xã hội quốc gia. Thật vậy, mỗi hình thức huy động vốn ODA, vay ngân hàng và TPCP đều là một bộ phận góp phần huy động vốn cho quốc gia. Để đạt được kế hoạch huy động vốn, quốc gia đã khai thác tối đa tiềm năng huy động vốn của từng hình thức để phục vụ nhu cầu phát triển kinh tế – xã hội. Mỗi hình thức vay nợ đều có những ưu và nhược điểm riêng biệt, có những thuận lợi và khó khăn nhất định trong quá trình huy động vốn, sự xuất hiện vốn vay của hình thức này sẽ giảm bớt gánh nặng vay nợ cho hình thức khác trong kế hoạch vay nợ có giới hạn ở mỗi quốc gia. Thật vậy, khi huy động vốn TDNN bằng TPCP đạt hiệu quả cao sẽ chia sẻ bớt gánh nặng vay nợ ODA chỉ cho đầu tư dài hạn và hạn chế bớt vay nợ ngân hàng để bù đắp thâm hụt NSNN tạm thời. Ngược lại, vốn ODA gia tăng sẽ tham gia cùng nguồn vốn vay từ TPCP để chi cho đầu tư phát triển, giảm bớt gánh nặng và chi phí trả lãi của TPCP, vay nợ ngân hàng.

Quan hệ hợp tác tiếp theo chính là mối quan hệ hỗ trợ lẫn nhau giữa các hình thức huy động vốn. Huy động bằng ngoại tệ từ ODA, vay ngân hàng và TPCP sẽ góp phần tăng dự trữ ngoại tệ, cải thiện cán cân thanh toán, ổn định tỷ giá, nguồn vốn huy động góp phần làm giảm áp lực mất giá nội tệ dẫn đến tăng nợ bằng ngoại tệ phải trả trong tương lai của mỗi hình thức huy động vốn. Vốn ODA huy động

được sẽ góp phần giảm chi NSNN trong một số lĩnh vực mà lẽ ra Nhà nước phải gánh chịu bằng phát hành TPCP. Hiệu quả sử dụng vốn ODA và vay ngân hàng đóng góp cho sự phát triển vi mô và vĩ mô của nền kinh tế-xã hội giúp tăng hệ số tín nhiệm của TPCP. Ngược lại, trái phiếu vừa tạo vốn đối ứng để giải ngân vốn ODA kịp thời. Đồng thời, TPCP tham gia “Nghịệp vụ TTM” góp phần thực thi chính sách tiền tệ kiểm chế lạm phát, ổn định giá đồng nội tệ, tránh tăng tỷ giá hối đoái và tăng nợ ODA, tăng nợ ngân hàng bằng ngoại tệ trong tương lai của các khoản đã vay trong quá khứ.

Quan hệ cạnh tranh, đối kháng giữa các hình thức huy động vốn TDNN cũng thể hiện cùng với quan hệ hợp tác. Bên cạnh việc giảm gánh nặng nợ cho hình thức huy động vốn khác, vốn ODA, vay nợ ngân hàng và trái phiếu còn có sự cạnh tranh qua lại lẫn nhau, ưu điểm của hình thức này sẽ lấn át nhược điểm của hình thức còn lại, buộc quốc gia phải lựa chọn hình thức vay nợ thích hợp nhất trong những hoàn cảnh nhất định.

Sự sụt giảm huy động vốn ODA, vay ngân hàng, TPCP hoặc đến hạn phải trả nợ vay cũng tạo ra áp lực vay nợ cho các hình thức huy động vốn. Sự cạnh tranh và huy động giảm sút nói trên đã hình thành nên việc chuyển đổi hình thức vay nợ của quốc gia, có khi ODA, vay nợ ngân hàng chuyển đổi sang vay nợ trái phiếu, và ngược lại, vốn lẽ ra phải vay nợ bằng TPCP có thể chuyển sang ODA hoặc vay ngân hàng khi có nhu cầu vay ngắn hạn để bù đắp mất cân đối tạm thời. Tuy nhiên, nếu thị trường tín phiếu kho bạc hoạt động hiệu quả thì sẽ làm giảm nhu cầu vay ngân hàng để bù đắp mất cân đối NSNN tạm thời trong trường hợp cấp bách, nếu huy động trong điều kiện dễ dàng hoặc TPCP chưa huy động đủ vốn vay cần thiết. Vay vốn ODA với những điều kiện ràng buộc không phù hợp với đặc điểm kinh tế và thể chế chính trị do bên cấp vốn đặt ra, hoặc vốn vay ngân hàng không mang lại hiệu quả đầu tư cũng gây ra không ít áp lực vay nợ bằng TPCP để bù đắp hậu quả, hoặc vay để hỗ trợ cho các hình thức ODA, hoặc vay để trả nợ vay ngân hàng khi đến

hạn. TPCP tham gia thúc đẩy TTCK nội địa phát triển và hội nhập với thị trường quốc tế, thu hút nhà đầu tư gián tiếp, hoặc huy động bằng trái phiếu qua thị trường quốc tế và nội địa hơn là huy động ODA để tránh những mục tiêu, chính sách bị ép buộc phải tuân thủ, hoặc vay nợ ngân hàng phải chi trả lãi suất cao và tuân thủ các điều kiện ràng buộc của TTTT.

Phát hành TPCP khối lượng lớn để huy động vốn cho NSNN cũng sẽ gây ảnh hưởng nhất định cho hệ thống ngân hàng khi huy động vốn nhàn rỗi trong xã hội. Nhất là trong những tình huống vì sức ép vay nợ mà Chính phủ đưa ra mức lãi suất TPCP cao hơn mức lãi suất tiền gửi ngân hàng. Khi đó, ngân hàng phải chọn hướng gia tăng lãi suất tiền gửi để cạnh tranh thu hút vốn nhàn rỗi xã hội với TPCP. NHTƯ vừa phải thực hiện việc mua TPCP của Nhà nước vừa phải giải quyết cho NSNN vay để bù đắp thâm hụt tạm thời, đảm bảo nhu cầu chi tiêu kịp thời cho NSNN. TPCP mà NHTƯ mua vào lại trở thành cơ sở để phát hành tiền để điều hòa lưu thông tiền tệ. TPCP đã trở thành yếu tố chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ sở phát hành tiền của NHTƯ. Việc mua hoặc bán TPCP của NHTƯ phần lớn không nhằm mục đích lợi nhuận như các nhà đầu tư chứng khoán khác mà mục đích chính là điều hòa lưu thông tiền tệ nhằm đạt được các mục tiêu chính sách tiền tệ quốc gia đã đề ra. Như vậy, TPCP tạo ra áp lực buộc NHTƯ phải thực hiện điều hòa lưu thông tiền tệ còn mất cân đối tạm thời NSNN lại đưa NHTƯ vào tình thế phải cho vay. Do đó, nếu Chính phủ phát hành quá nhiều TPCP, NHTƯ không đủ sức điều hòa lưu thông tiền tệ. Lúc này, lượng tiền mặt trong lưu thông tăng lên (do chi tiêu của Chính phủ) thì nền kinh tế có thể đối diện với rủi ro lạm phát.

1.4. CÁC PHƯƠNG THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

1.4.1. Khái niệm trái phiếu chính phủ

TPCP là một loại chứng khoán nợ được phát hành dưới dạng chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ. TPCP được Nhà nước phát hành để vay nợ từ các đối tượng trong và

ngoài nước. Giống như các loại chứng khoán khác, TPCP có qui định thời hạn, lãi suất và mệnh giá. Ngoài ra, TPCP có xác nhận nghĩa vụ trả nợ của Nhà nước khi trái phiếu đến hạn, đây chính là tính đặc thù thể hiện sự an toàn của TPCP. TPCP tồn tại và phát triển gắn liền với sự tồn tại và phát triển của Nhà nước.

1.4.2. Các phương thức huy động vốn tín dụng nhà nước bằng trái phiếu chính phủ

1.4.2.1. Theo cơ cấu tài chính

+ Trái phiếu vĩnh viễn (Perpetual) hay trái phiếu không thể hoàn lại được (irredeemable): đây là loại trái phiếu không có thời hạn xác định. Một số có thể được thanh toán theo ý muốn của nhà phát hành, ví dụ trái phiếu chiến tranh của Chính phủ Anh lãi suất 3,5% có thời hạn là năm 1961 trở đi. Trái phiếu này chỉ được thanh toán khi lãi suất thực tế thấp hơn phiếu lãi.

+ Trái phiếu lãi suất bằng không: loại trái phiếu này không có thu nhập từ phiếu lãi nhưng thay vào đó, nó được bán với mức chiết khấu đáng kể so với mệnh giá. Và như vậy, tất cả thu nhập sẽ được tích lũy dưới dạng lãi từ vốn khi trái phiếu đến hạn thanh toán.

+ Trái phiếu chỉ số kết hợp (index linked bonds): là loại trái phiếu mà giá trị của chúng khi đến hạn có khác nhau với một vài chỉ số. Ví dụ từ năm 1981, Chính phủ Anh phát hành một loại chứng khoán có tên là “ chứng khoán Chính phủ có chỉ số kết hợp ” (index linked government securities-ILGS). Cả lãi phiếu và giá trị thanh toán của trái phiếu này được điều chỉnh theo sự biến động của chỉ số bán lẻ.

+ Trái phiếu thanh toán bằng hai đồng tiền (dual currency bonds): là loại trái phiếu mà lãi phiếu và giá trị khi thanh toán được thanh toán bằng những đồng tiền khác nhau. Ví dụ lãi phiếu có thể được thanh toán bằng đồng Franc Thụy sỹ còn tiền gốc trả gốc bằng USD.

1.4.2.2. Theo phương thức điều chỉnh lãi suất

+ Trái phiếu lãi suất cố định: là loại trái phiếu mà lãi suất của trái phiếu được giữ cố định trong suốt kỳ hạn của trái phiếu. Trái phiếu lãi suất cố định sẽ không cho phép nhà phát hành điều chỉnh tăng hoặc giảm lãi suất của trái phiếu đã qui định theo sự biến đổi của chỉ số lạm phát hoặc lãi suất của thị trường.

+ Trái phiếu có lãi suất thả nổi (floating-rate bonds): là loại trái phiếu có lãi suất được điều chỉnh định kỳ theo một tiêu chuẩn định trước, trái phiếu này còn được gọi là Floater được sinh ra từ trái phiếu có lãi suất cố định (collateral). Mặc dù lãi suất của hầu hết các trái phiếu loại này được điều chỉnh trên cơ sở một số chỉ số tài chính, tuy nhiên một số trường hợp lãi suất điều chỉnh dựa vào giá cả hàng hóa. Lãi suất của một Floater bằng lãi suất tham khảo cộng với biên độ. Chẳng hạn, lãi suất của một Floater có thể được tính dựa trên lãi suất ba tháng của hối phiếu kho bạc (lãi suất tham khảo) cộng 50 điểm cơ bản (biên độ). Có hai nhân tố quyết định giá của một Floater đó là: biên độ cộng thêm với lãi suất tham khảo và sự hạn chế trong việc định lãi suất trái phiếu. Floater có thể được qui định lãi suất cao nhất (lãi trần) hoặc lãi suất thấp nhất (lãi sàn). Giá của Floater sẽ được kinh doanh gần với mệnh giá của nó trong thời gian dài biên độ trên lãi suất tham khảo không đổi, ngay cả lãi suất trần và lãi suất sàn cũng không tăng lên. Nếu thị trường đòi hỏi một biên độ rộng hơn thì giá Floater sẽ được kinh doanh thấp hơn mệnh giá hay ngược lại nếu thị trường đòi hỏi một biên độ nhỏ hơn thì giá Floater sẽ được kinh doanh cao hơn mệnh giá. Nếu lãi suất trái phiếu thay đổi đạt lãi suất trần thì giá của Floater sẽ được kinh doanh với mệnh giá.

+ Trái phiếu có lãi suất thả nổi ngược (inverse-floating rate securities): Trái phiếu có lãi suất thả nổi ngược còn gọi là inverse floater được phát sinh từ một trái phiếu có lãi suất cố định được gọi là collateral. Như vậy, cả trái phiếu thả nổi floater và trái phiếu thả nổi ngược inverse floater đều tạo ra từ trái phiếu cố định collateral dựa trên hai đặc điểm sau:

- Tổng lợi tức được trả của hai trái phiếu trên nhỏ hơn hoặc bằng lợi tức của collateral ở mỗi chu kỳ.

- Tổng mệnh giá của hai trái phiếu nhỏ hơn hay bằng tổng mệnh giá của collateral
Được xây dựng căn cứ theo hai đặc điểm trên thì dòng tiền mặt của collateral sẽ có khả năng thỏa mãn sự giao ước của floater và inverse floater.

Theo công thức : $\text{Giá collateral} = \text{Giá Floater} + \text{Giá inverse floater}$

Khi đó , giá của một trái phiếu inverse floater phải được xác định theo công thức:

$\text{Giá inverse floater} = \text{Giá collateral} - \text{Giá Floater}$

1.4.2.3. Theo thị trường phát hành

Hầu hết các tổ chức phát hành, dù là Chính phủ, công ty hay chính quyền địa phương đều phát hành ở thị trường nội địa của họ. Tuy nhiên, cũng có thể phát hành trái phiếu ra quốc tế. Nhưng các tổ chức đa quốc gia như Ngân hàng thế giới thì không có thị trường trong nước nên chỉ có thể phát hành trái phiếu quốc tế.

+ Trái phiếu quốc nội: Người phát hành dùng một thị trường vốn là thị trường nội địa. Là loại trái phiếu phát hành trong nước do chính quyền nhà nước trung ương hoặc địa phương phát hành để huy động vốn nhàn rỗi trong dân chúng, các tổ chức kinh tế xã hội trong nước.

+ Trái phiếu phát hành ra nước ngoài: Người phát hành có thể dùng một thị trường vốn không phải là thị trường nội địa của mình vì lý do rẻ tiền hơn và thuận lợi hơn. Rõ ràng người phát hành phải đáp ứng được yêu cầu về đăng ký của sở giao dịch chứng khoán liên quan phải tuân theo hệ thống pháp lý về việc phát hành chứng khoán của nước liên quan.

1.4.2.4. Theo cách thức ghi tên chủ sở hữu

+ Trái phiếu vô danh: là loại trái phiếu không ghi tên chủ sở hữu trên tờ trái phiếu. Loại trái phiếu này được chuyển nhượng trao tay tự do và không phải thực hiện thủ tục chuyển tên chủ sở hữu.

+ Trái phiếu ký danh: là loại trái phiếu có ghi tên của người chủ sở hữu trên tờ trái phiếu. Trái phiếu này chỉ được thanh toán lãi và gốc cho đúng chủ sở hữu ghi tên trên tờ trái phiếu. Khi chuyển nhượng loại trái phiếu này, buộc các đối tượng phải làm thủ tục chuyển tên chủ sở hữu trái phiếu tại đơn vị phát hành trái phiếu.

1.5. CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

1.5.1. Bán lẻ trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước (phát hành trực tiếp)

Đây là phương thức phát hành mà KBNN sẽ huy động lực lượng nhân sự tại chỗ của đơn vị, tự tổ chức tiêu thụ trái phiếu thông qua hệ thống hoạt động của mình trong nước và thông qua hệ thống văn phòng đại diện ở nước ngoài. Phương thức này được hệ thống KBNN Việt Nam thực hiện từ năm 1991 và duy trì cho đến hiện nay. Phương thức phát hành trực tiếp qua KBNN có ưu điểm là lượng vốn huy động được chuyển ngay tức thời vào NSNN, KBNN trực tiếp kiểm soát được tiến độ huy động vốn, trực tiếp tiêu thụ trái phiếu không phải thông qua thị trường chứng khoán hoặc thị trường tiền tệ.

Phương thức này cũng tồn tại không ít nhược điểm như: gây xáo trộn cho hoạt động quản lý quỹ NSNN hàng ngày của KBNN, chi phí tiêu thụ cao (nhất là chi phí cơ hội), tạo ra áp lực huy động vốn theo chỉ tiêu được phân bổ ở từng KBNN, tốc độ huy động vốn chậm, TPCP chỉ được xem như một công cụ huy động vốn cho NSNN qua hệ thống KBNN chứ chưa phải là một hàng hóa trên thị trường. TPCP là hàng hóa mà đặc biệt lại là một loại chứng khoán nợ thì phải được mua, bán thông qua đấu thầu hoặc thỏa thuận về khối lượng, lãi suất. KBNN Việt Nam hiện nay bán trái phiếu cho nhà đầu tư chứng khoán với lãi suất, mệnh giá TPCP được qui định sẵn chứ không hình thành qua đấu thầu hoặc thỏa thuận trên sàn giao dịch KBNN, hoàn toàn không thực hiện việc mua lại trái phiếu trừ trường hợp đặc biệt sẽ chiết khấu TPCP theo quyết định của Bộ Tài chính. Do đó phương thức này chỉ thể hiện được

vai trò là phương thức vay nợ chủ chốt trong điều kiện chưa hình thành TTCK hoặc thị TTCK, TTTT chưa phát triển mạnh để giải quyết áp lực phải huy động đủ lượng vốn vay cần thiết cho NSNN qua phát hành TPCP.

1.5.2. Đấu thầu qua thị trường chứng khoán

Đấu thầu TPCP qua TTCK là phương thức tiêu thụ mới, tốc độ tập trung vốn nhanh, TPCP góp phần đa dạng hóa hàng hóa trên thị trường, trở thành một trong những loại chứng khoán chủ lực thúc đẩy hoạt động của TTCK phát triển. Tuy nhiên, nhược điểm của phương thức này là: vẫn còn mới mẻ đối với nhà đầu tư ở những thị trường mới mở; Nhà nước chưa thực sự xem TPCP là một hàng hóa, chưa mở rộng các đối tượng được phép tham gia đấu thầu, chưa đa dạng hóa kỳ hạn trái phiếu với mức lãi suất khác nhau tạo ra mức chênh lệch giá của TPCP ở những thời điểm khác nhau nhằm khuyến khích hoạt động tham gia đấu thầu và mua, bán trái phiếu trên TTCK; những quy định chuẩn mực trong hoạt động đấu thầu nếu chưa phù hợp sẽ gây ảnh hưởng lớn đến kết quả đấu thầu. Tóm lại, TTCK đang phải đối diện với nhiều khó khăn, thách thức nhưng để phát triển thị TTTC quốc gia, thực hiện quá trình hội nhập toàn bộ và sâu sắc với TTTC quốc tế thì Nhà nước phải tập trung nghiên cứu, học tập kinh nghiệm và áp dụng các giải pháp để thúc đẩy sự phát triển của TTCK quốc gia, đảm bảo TTCK phải là kênh quan trọng, chủ lực trong phát hành và mua, bán TPCP nói riêng và chứng khoán nói chung.

1.5.3. Đại lý phát hành

Đại lý phát hành là việc tổ chức phát hành ủy thác cho các tổ chức khác thực hiện bán trái phiếu cho các nhà đầu tư. Tổ chức nhận làm đại lý phát hành được hưởng phí đại lý phát hành căn cứ theo khối lượng trái phiếu tiêu thụ được, lượng trái phiếu tiêu thụ không hết của đợt phát hành đại lý được quyền hoàn trả lại cho tổ chức phát hành. Đây chính là điểm khác biệt giữa phương thức đại lý phát hành và bảo lãnh phát hành. Về mặt kỹ thuật phương thức này gần giống như phương thức bán lẻ TPCP qua KBNN. Tuy nhiên TPCP được bán thông qua các tổ chức đại lý

được hưởng hoa hồng đại lý. Phương thức này giảm chi phí tiêu thụ trái phiếu so với bảo lãnh phát hành, đấu thầu qua sổ giao dịch chứng khoán nhưng tiến độ tập trung vốn vào NSNN không nhanh chóng.

1.5.4. Bảo lãnh phát hành

Là việc tổ chức bảo lãnh giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi phát hành TPCP ra thị trường chứng khoán, phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư, nhận mua trái phiếu để bán lại hoặc mua số trái phiếu còn lại chưa phân phối hết trong đợt phát hành. Tổ chức bảo lãnh phát hành có thể là một tổ chức duy nhất hoặc là một tổ hợp bảo lãnh phát hành hoặc đồng bảo lãnh phát hành. Ưu điểm của phương thức phát hành này là tiến độ huy động vốn nhanh hơn phương thức bán lẻ qua KBNN và đại lý phát hành, khối lượng trái phiếu phát hành được đảm bảo tiêu thụ từ phía nhà bảo lãnh. Ưu điểm của phương thức này còn là đảm bảo chắc chắn lượng TPCP phát hành được tiêu thụ hết, kết quả huy động vốn vay thường cao hơn phương thức đại lý phát hành. Tuy nhiên, chi phí bảo lãnh phát hành trái phiếu cao. Phí bảo lãnh phát hành cao nên các nhà đầu tư nhất là các ngân hàng thương mại thường tham gia bảo lãnh hơn là tham gia đấu thầu TPCP qua thị trường chứng khoán ở các phiên đấu thầu và bảo lãnh cùng thời điểm. Vì vậy, Chính phủ cần phải xem xét cẩn trọng thời điểm áp dụng phương thức bảo lãnh phát hành, không nên thực hiện thường xuyên, liên tục để tránh gây những bất ổn cho thị trường tiền tệ (do làm giảm mức cung tiền tệ của hệ thống ngân hàng thương mại) và làm ảnh hưởng đến kết quả đấu thầu TPCP qua TTCK. Hơn nữa, phương thức bảo lãnh phát hành chỉ nên áp dụng cho các chứng khoán có rủi ro cao. Vì vậy, việc áp dụng bảo lãnh phát hành để phát hành TPCP (loại trái phiếu có rủi ro thấp nhất) trong điều kiện TTCK mới đi vào hoạt động, đang gặp nhiều khó khăn sẽ làm ảnh hưởng xấu đến kết quả đấu thầu TPCP trên TTCK.

1.6. NHỮNG RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

Mặc dù TPCP là loại chứng khoán có rủi ro thấp nhất hay nói cách khác là chứng khoán có độ an toàn cao nhất. Tuy nhiên, TPCP không chỉ là công cụ vay nợ của Nhà nước mà còn là một hàng hóa đặc biệt trên TTTC, đã là hàng hóa tham gia thị trường, TPCP cũng phải đối diện với những rủi ro, biến động như các hàng hóa khác dù mức rủi ro, biến động thấp hơn. TPCP vẫn phải gánh chịu những rủi ro chính trị, rủi ro kinh tế và rủi ro tài chính. Nhà đầu tư luôn quan tâm, cân nhắc giữa ích lợi tìm được và những rủi ro phải chấp nhận để xây dựng danh mục đầu tư hiệu quả. Tìm hiểu về những rủi ro đối diện trong đầu tư trái phiếu vô cùng cần thiết đối với nhà đầu tư, nhà phát hành và nhà quản lý thị trường nhằm hạn chế, giảm thiểu rủi ro để tăng sức hấp dẫn của TPCP. Nhà nước là chủ thể phát hành TPCP ra thị trường cũng giống như các nhà phát hành chứng khoán khác còn lại. Áp lực cạnh tranh trên thị trường đòi hỏi Nhà nước cũng phải nghiên cứu những rủi ro trong đầu tư TPCP. Từ đó, Nhà nước đề ra các giải pháp an ninh, chính trị, kinh tế và tài chính nhằm góp phần hạn chế bớt các rủi ro mà nhà đầu tư phải gánh chịu khi đầu tư TPCP, củng cố và gia tăng tính ưu việt của TPCP, từng bước cải thiện “tính khả thi” của TPCP trên thị trường. Tóm lại, những rủi ro ảnh hưởng rất lớn đến tính hấp dẫn của TPCP trên thị trường. Rủi ro sẽ làm giảm lợi ích hoặc gây thiệt hại cho nhà đầu tư, qua đó rủi ro cũng ảnh hưởng xấu đến hiệu quả của các đợt phát hành TPCP và gây xáo trộn thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp buộc nhà quản lý thị trường phải có giải pháp ổn định thị trường, nhà đầu tư phải đưa ra các giải pháp để “phòng thủ” rủi ro và Nhà nước phải thực hiện các giải pháp nhằm “giảm thiểu” rủi ro. Để thị trường TPCP phát triển ổn định và bền vững cần có sự thực hiện đồng bộ cả hai giải pháp của chủ thể phát hành và nhà đầu tư để mang lại hiệu quả huy động vốn vay và hiệu quả đầu tư TPCP. Bởi vì các giải pháp phòng thủ rủi ro của nhà đầu tư thì không thể giảm thiểu được rủi ro. Ngược lại, các giải pháp giảm thiểu rủi ro của Nhà nước thì không có tác dụng phòng thủ rủi ro. Nhà nước phải xác định rõ vị trí và nhiệm vụ

của một nhà phát hành chứng khoán trên thị trường. Nhà nước phải thực hiện tất cả những đòi hỏi của thị trường chứ không được coi mình là một chủ thể đứng trên thị trường. Nhà nước không thể đánh giá TPCP là chứng khoán có rủi ro thấp nhất nên khi phát hành không cần thiết phải quan tâm đến những rủi ro này. Ngược lại, Nhà nước phải nghiên cứu, phân tích và đánh giá những rủi ro để thực hiện các giải pháp giảm thiểu rủi ro nhằm tăng tính hấp dẫn, tính ưu việt của TPCP trên thị trường.

1.6.1. Rủi ro lãi suất (interest rate risk)

Đây chính là mối rủi ro chính mà nhà đầu tư phải gánh chịu khi bỏ vốn đầu tư trên thị trường trái phiếu do sự thay đổi lãi suất thị trường có ảnh hưởng chắc chắn đến sự biến động giá trái phiếu. Sự thay đổi giữa lãi suất và giá trái phiếu tỷ lệ nghịch với nhau, khi lãi suất tăng thì giá trái phiếu giảm, lãi suất giảm thì giá trái phiếu sẽ tăng. Một khi nhà đầu tư bán trái phiếu trước ngày đáo hạn thì việc lãi suất tăng sẽ có nghĩa là vốn thực tế bị mất đi (bán trái phiếu thấp hơn giá mua). Ngược lại, khi lãi suất giảm thì nhà đầu tư sẽ có vốn thực tế tăng lên (bán trái phiếu cao hơn giá mua).

1.6.2. Rủi ro tái đầu tư (reinvestment risk)

Khoản thu nhập từ lợi tức trái phiếu có thể được nhà đầu tư sử dụng làm vốn để tái đầu tư nhằm thu được lợi nhuận trên lợi nhuận. Khoản lợi nhuận này còn phụ thuộc vào lãi suất hiện hành ở thời điểm tái đầu tư cùng với hiệu quả và chiến lược đầu tư được hoạch định. Như vậy, sự biến động của lãi suất thị trường vào thời điểm tái đầu tư theo chiến lược đã hoạch định trước sẽ gây ra rủi ro tái đầu tư. Tính biến đổi trong lãi suất tái đầu tư của chiến lược định trước vì sự thay đổi của lãi suất thị trường được gọi là rủi ro tái đầu tư. Rủi ro này thể hiện cụ thể là: lãi suất tại thời điểm mà dòng tiền lợi tức thu được từ trái phiếu có thể được tái đầu tư sẽ giảm xuống. Thời gian đáo hạn của trái phiếu càng dài thì rủi ro tái đầu tư càng lớn, cũng như trái phiếu có lượng tiền mặt chi trả lớn và sớm giống như trái phiếu có lợi tức cao. Như vậy, chúng ta có thể thấy khuynh hướng trái ngược giữa rủi ro lãi suất và

rủi ro tái đầu tư. Hai loại rủi ro này có khả năng bù đắp hậu quả cho nhau nếu rủi ro xảy ra. Nếu như sự gia tăng lãi suất là rủi ro lãi suất gây giảm giá trái phiếu thì lại mang lại lợi nhuận tăng lên khi tái đầu tư. Ngược lại, khi lãi suất giảm sẽ gặp phải rủi ro tái đầu tư nhưng lại làm tăng giá trái phiếu đối với rủi ro lãi suất. Chiến lược dựa trên hậu quả bù đắp này được gọi là chiến lược miễn dịch (immunization).

1.6.3. Rủi ro về quyền chọn mua (call risk)

Rủi ro về quyền chọn mua xuất phát từ đặc quyền (call feature) được thỏa thuận cho phép nhà phát hành trái phiếu có quyền chống lại nhà đầu tư bằng cách thanh toán món nợ đầy đủ hoặc một phần trước ngày đáo hạn. Bên cạnh đó, nhà phát hành điều chỉnh lãi suất phát hành của đợt trái phiếu mới thấp hơn khi lãi suất trên thị trường giảm xuống. Đặc quyền của nhà phát hành như nêu trên đã tạo ra rủi ro quyền chọn mua đối với nhà đầu tư.

Đối với triển vọng của nhà đầu tư, có ba bất lợi:

Thứ nhất, mô hình dòng tiền mặt của trái phiếu có thể thu hồi (callable bond) không biết chắc chắn.

Thứ hai, nhà phát hành có xu hướng thu hồi trái phiếu khi lãi suất thị trường giảm, nhà đầu tư gặp rủi ro tái đầu tư khi lãi suất thị trường giảm tại thời điểm tái đầu tư.

Thứ ba, tiềm năng tăng giá trị vốn của trái phiếu sẽ bị giảm bởi vì giá của trái phiếu có thể thu hồi có thể không tăng cao hơn giá mà nhà phát hành thu hồi.

1.6.4. Rủi ro vỡ nợ (default risk)

TPCP luôn có độ an toàn và mức xếp hạng tín nhiệm rất cao trên thị trường. Tuy nhiên, quan hệ tín dụng luôn tiềm ẩn rủi ro vỡ nợ dù rủi ro này tương đối ít khả năng xuất hiện. Như đã trình bày ở trên, TPCP tồn tại và phát triển cùng với sự tồn tại và phát triển của Nhà nước. Khi Nhà nước mất khả năng chi trả hoặc thể chế chính trị không còn tồn tại thì nhà đầu tư phải đối diện với rủi ro không thể thu hồi vốn và lợi nhuận đã đầu tư.

1.6.5. Rủi ro lạm phát (inflation risk)

Sự đa dạng hóa loại hình TPCP đã từng bước làm giảm mức rủi ro lạm phát cho nhà đầu tư. Với những loại trái phiếu có lãi suất cố định thì luôn bị rủi ro khi lạm phát xảy ra. Rủi ro lạm phát hay rủi ro về sức mua (purchasing-power risk) xuất hiện vì sự thay đổi trong giá trị của dòng tiền mặt của trái phiếu do lạm phát khi đo lường giá sức mua. Khi tỷ lệ lạm phát cao hơn lãi suất trái phiếu thì sức mua của dòng tiền mặt thực tế đã giảm. Nhưng với các trái phiếu có lãi suất thả nổi (floating-rate bond), nhà phát hành cam kết thả nổi lãi suất trái phiếu theo hướng gia tăng lãi suất thị trường và giữ lãi suất cố định khi lãi suất thị trường giảm trong suốt vòng đời của trái phiếu, cam kết này đã góp phần giảm thiểu mức rủi ro cho nhà đầu tư khi có lạm phát.

1.6.6. Rủi ro về tỷ giá hối đoái (exchange-rate risk)

Bất kỳ ai khi nắm giữ tài sản tài chính hoặc khi có nghĩa vụ trả nợ bằng ngoại tệ, sẽ đều phải chịu rủi ro về tỷ giá hối đoái. Rủi ro ở đây là: với người có tài sản bằng ngoại hối gặp rủi ro khi ngoại tệ mất giá so với nội tệ. Ngược lại, người có nghĩa vụ trả nợ bằng ngoại hối gặp rủi ro khi ngoại tệ lên giá so với nội tệ. Trong tài chính quốc tế, khả năng và mức độ của rủi ro tỷ giá hối đoái có thể là rất đáng kể. Tuy nhiên, cả người đi vay và cho vay đều có khả năng chuyển rủi ro này cho một bên khác. Ví dụ, Ngân hàng thế giới vay bằng nhiều loại đồng tiền khác nhau và sau đó khi cho các quốc gia vay lại (on lending) thì ghi nợ USD. Tuy nhiên, trên thực tế các khoản cho vay lại có thể được cấp bằng một hỗn hợp các loại đồng tiền khác nhau và nước vay nợ sẽ trả nợ bằng các đồng tiền đã được thực nhận. Trong một số trường hợp, các quốc gia vay nợ chuyển khoản nợ này cùng với các rủi ro tỷ giá hối đoái cho các ngân hàng của nước mình. Các ngân hàng này lại có thể chuyển rủi ro tỷ giá hối đoái đó cho các khách hàng của mình đồng thời cố gắng dùng thị trường ngoại hối kỳ hạn (forward markets) để giảm bớt rủi ro chưa được bảo hiểm.

1.6.7. Rủi ro về khả năng thanh khoản (liquidity risk)

Trên thị trường trái phiếu có sự xuất hiện của hai dạng nhà đầu tư khác nhau. Thứ nhất, dạng đầu tư trái phiếu nhằm tìm kiếm lợi tức trái phiếu khi đáo hạn, ít quan tâm đến tính thanh khoản để chuyển nhượng trái phiếu trước hạn vì vậy rủi ro thanh khoản trong trường hợp này không quan trọng đối với nhà đầu tư. Thứ hai, nhà đầu tư nhằm mục đích hưởng chênh lệch giá của trái phiếu thông qua việc chuyển nhượng trái phiếu khi giá trái phiếu gia tăng trên thị trường. Nhà đầu tư thứ hai rất quan tâm đến tính thanh khoản của trái phiếu vì hoạt động đầu tư và chuyển nhượng của nhà đầu tư thường xuyên diễn ra trên thị trường. Rủi ro về khả năng thanh khoản hay rủi ro có thể bán được trái phiếu trên thị trường (marketable risk) phụ thuộc vào trái phiếu được bán bằng hay gần với mệnh giá của nó. Thước đo chính của khả năng thanh khoản là biên độ giữa chỉ số giá mua và giá bán của nhà môi giới. Biên độ của nhà môi giới càng rộng thì rủi ro về thanh khoản càng lớn.

1.6.8. Rủi ro về biến động giá (volatility risk)

Giá của trái phiếu với những quyền chọn phụ thuộc vào mức lãi suất thị trường và những nhân tố ảnh hưởng đến những quyền chọn này. Một trong những nhân tố này là sự biến động của lãi suất mong đợi. Cụ thể là giá của quyền chọn tăng khi lãi suất mong muốn tăng. Đối với trái phiếu có thể thu hồi (callable bonds) hoặc chứng khoán có đảm bảo thế chấp (mortgage-backed security), nhà đầu tư cho phép người mượn một quyền chọn (option), giá của trái phiếu sẽ rút xuống, bởi vì nhà đầu tư đã cho nhiều quyền chọn có giá trị. Rủi ro mà một sự thay đổi ảnh hưởng bất lợi đến giá trái phiếu được gọi là Volatility risk.

1.7. ĐỊNH MỨC TÍN NHIỆM CỦA TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

1.7.1. Lịch sử hình thành của các tổ chức định mức tín nhiệm

Hiện nay trên thế giới, tại hầu hết các quốc gia phát triển đều có tồn tại ít nhất một tổ chức định mức tín nhiệm. Các tổ chức này hoạt động độc lập, chuyên nghiệp, có vai trò như một công cụ quản lý tài chính thúc đẩy và kiểm soát hoạt

động của thị trường nợ nói riêng và TTTC nói chung. Qui mô và tốc độ phát triển mạnh mẽ của các tổ chức tín nhiệm được thể hiện trong vài thập niên gần đây. Tổ chức định mức tín nhiệm đã ra đời dựa trên cơ sở của các tổ chức hoạt động có liên quan đến tín nhiệm trước đó. Các loại hình tổ chức hoạt động có liên quan đến tín nhiệm trước khi tổ chức tín nhiệm ra đời tại Mỹ đó là: tổ chức thông báo tín nhiệm, tổ chức kinh doanh thông tin bằng các ấn phẩm chuyên ngành và ấn phẩm tài chính, ngân hàng đầu tư. Hoạt động của các tổ chức này phát sinh từ nhu cầu của TTCK và tổ chức tín nhiệm đã ra đời trên cơ sở tổng hợp của ba loại hình tổ chức hoạt động nêu trên. Công ty định mức tín nhiệm đầu tiên là công ty John Moody, thành lập năm 1909 tại Mỹ. Vào năm 1922, Standard & Poor's xếp hạng trái phiếu công ty, cũng thời gian này Fitch Inventors Service được thành lập, trái phiếu chính quyền địa phương xếp hạng vào năm 1940, thương phiếu kể từ năm 1969, quỹ trái phiếu và TTTT từ năm 1984. Sức hút của sự phát triển TTCK Mỹ đã hình thành nên các tổ chức định mức tín nhiệm đầu tiên trên thế giới. Song, trên thực tế tổ chức định mức tín nhiệm có qui mô lớn nhất đầu tiên thành lập tại Canada năm 1972 với tên gọi CBRS (tổ chức xếp hạng trái phiếu Canada – Canadian Bond Rating Service), năm 1975 tại Nhật tổ chức xếp hạng trái phiếu Nhật Bản Japanese Bond Rating Institute (JBRI) đi vào hoạt động. Tiếp sau đó, tổ chức tín nhiệm được thành lập tại các quốc gia phát triển, rồi từng bước lan rộng sự hình thành tại các nước đang phát triển.

1.7.2. Định nghĩa xếp hạng tín nhiệm

Các tổ chức định mức tín nhiệm với vị trí độc lập không chịu sự tác động bởi nhà đầu tư, phát hành và quản lý thị trường, cùng với uy tín hoạt động, có năng lực kỹ thuật, nhân lực đầy đủ về số lượng lẫn chất lượng, có sức mạnh tài chính. Căn cứ vào những phẩm chất đã nêu trên, các tổ chức tiến hành tiếp cận những thông tin trung thực, đáng tin cậy của các tổ chức phát hành chứng khoán. Dựa trên những thông tin tiếp cận tiến hành biện pháp phân tích từ đó “Đưa ra các nhận định hiện tại về mức độ tín nhiệm của nhà phát hành đối với một trách nhiệm tài chính nào đó,

hoặc là đánh giá mức độ rủi ro gắn liền với các loại đầu tư khác nhau” [25,tr. 16]. Trên thực tiễn, việc phân tích tập trung nhiều về vấn đề rủi ro của các loại chứng khoán và công cụ cho vay. Rủi ro có thể hiểu là mức rủi ro vỡ nợ của nhà phát hành chứng khoán hoặc công cụ huy động vốn trên thị trường vốn đưa đến tình trạng mất khả năng thanh toán cho nhà đầu tư. Trên cơ sở phân tích, đánh giá tổ chức định mức tín nhiệm đưa ra xếp hạng tín nhiệm (được thể hiện thông qua một hệ thống ký hiệu xếp hạng) .

Xếp hạng tín nhiệm thể hiện ý kiến chuyên gia thứ ba về mức độ rủi ro vỡ nợ gắn liền với thể loại đầu tư đó. Xếp hạng tín nhiệm có thể làm tăng hạng hoặc xuống hạng vị thế của một nhà phát hành, một công cụ tài chính theo khả năng của nó có đáp ứng được nghĩa vụ đối với nhà đầu tư hay không [25,tr. 16-17].

1.7.3. Những lợi ích của tổ chức định mức tín nhiệm

Tại các TTTC phát triển, tổ chức định mức tín nhiệm ngày càng khẳng định vai trò quan trọng không thể thiếu trong sự phát triển của thị trường. Bên cạnh đó, tại các thị trường mới mở cũng từng bước có nhu cầu hình thành tổ chức định mức tín nhiệm. Tổ chức định mức tín nhiệm giữa vai trò như một cầu nối thông tin trên thị trường nợ mang lại nhiều lợi ích cho các nhà đầu tư, nhà phát hành, các trung gian tài chính, nhà quản lý tài chính và tính minh bạch của thị trường. Tổ chức định mức tín nhiệm còn là nhân tố quan trọng kích hoạt TTCK thêm sôi động, tạo thêm công ăn việc làm, nâng cao và chuẩn hóa kiến thức kinh tế, tài chính, kế toán . . . Hệ quả của những nhân tố kể trên đã mang lại một luồng sinh khí cho sự phát triển mạnh mẽ và hoàn thiện TTCK. Điều này đặc biệt có ý nghĩa hết sức quan trọng đối với TTCK Việt Nam vốn còn rất non trẻ và sơ khai.

1.7.3.1. Lợi ích đối với nhà đầu tư

Tổ chức định mức tín nhiệm cung cấp cho nhà đầu tư thông tin tài chính đáng tin cậy mà nhà đầu tư khó có thể thu thập được từ nhà phát hành. Trên cơ sở xếp

hạng tín nhiệm, tổ chức định mức tín nhiệm đã cung cấp cho thị trường một cơ sở đánh giá rủi ro tín dụng nhanh chóng nhất, tiện lợi nhất. Đây chính là tiện lợi trọng tâm của định mức tín nhiệm và kèm theo còn mang lại nhiều lợi ích khác cho nhà đầu tư.

Ngoài ra, việc định mức tín nhiệm còn giúp ích cho nhà đầu tư xây dựng và quản lý danh mục đầu tư hiệu quả. Định mức tín nhiệm là một trong những cơ sở đánh giá và cung cấp thông tin tin cậy về chứng khoán mà nhà đầu tư muốn đầu tư hoặc đang nắm giữ. Được xếp hạng tín nhiệm cao sẽ làm tăng tính thanh khoản của chứng khoán trên thị trường qua đó nhà đầu tư sẽ quyết định mua hay bán chứng khoán ra thị trường.

Bên cạnh việc xếp hạng, các tổ chức định mức tín nhiệm còn cung cấp các báo cáo nghiên cứu và các dịch vụ phân tích tài chính, có liên quan đến việc giải thích lý do phía sau quyết định định mức của họ.

1.7.3.2. Lợi ích đối với tổ chức phát hành

Ý nghĩa quan trọng của xếp hạng tín nhiệm đến quyết định mua, bán hoặc nắm giữ chứng khoán của nhà đầu đã ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn của nhà phát hành. Định mức tín nhiệm mang lại lợi ích cho nhà đầu tư khi đầu tư chứng khoán thì cũng phát sinh lợi ích nhất định cho nhà phát hành khi tiếp cận nguồn vốn. Nếu nhà phát hành chứng khoán được xếp hạng tín nhiệm chắc chắn sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho nhà phát hành tiếp cận nguồn vốn huy động. Ngược lại, nếu nhà phát hành không được xếp hạng tín nhiệm thì sẽ gặp hết sức khó khăn khi thu hút vốn trên thị trường. Xếp hạng tín nhiệm sẽ đánh giá và tạo ra vị thế của nhà phát hành so với các nhà phát hành khác trên thị trường với chi phí vay thấp.

1.7.3.3. Lợi ích đối với các trung gian tài chính

Các trung gian tài chính cũng tiến hành hoạt động đầu tư chứng khoán để đa dạng hóa hoạt động, tạo nguồn thu nhập cho tổ chức. Xếp hạng tín nhiệm cũng ảnh hưởng đến chiến lược định giá và lựa chọn chứng khoán đầu tư. “Định mức tín

nhiệm còn giúp các trung gian tài chính kiểm soát rủi ro và xác định giá trị thị trường của chứng khoán họ nắm giữ vì lợi ích của khách hàng hay của chính họ” [25, tr. 87].

1.7.3.4. Lợi ích đối với nhà quản lý

Không chỉ có nhà đầu tư, nhà phát hành chứng khoán hoặc các tổ chức trung gian tài chính hưởng lợi ích từ tổ chức định mức tín nhiệm, ngay cả nhà quản lý tài chính cũng nhận thấy định mức tín nhiệm có rất nhiều lợi ích. Định mức tín nhiệm được những nhà quản lý tài chính xem như một tiêu chuẩn độc lập để xem xét tư cách, quản lý tình trạng tài chính của một số tổ chức phát hành.

Một số nhà quản lý còn can thiệp cụ thể vào hoạt động của các tổ chức đầu tư, như yêu cầu phải báo cáo mức hạng của các chứng khoán đầu tư, hoặc không được mua và nắm giữ những chứng khoán có mức hạng bị hạ xuống một giới hạn nào đó. Cuối cùng, ngoài những qui định cụ thể, nhà quản lý còn biết rằng hệ thống định mức tín nhiệm độc lập có thể là một phương thức chủ yếu để gia tăng hiệu quả của TTCK nợ, cũng như thị trường tín thác ngân hàng và thị trường bảo hiểm. [25, tr. 87].

1.7.3.5. Nâng cao sự minh bạch của thị trường

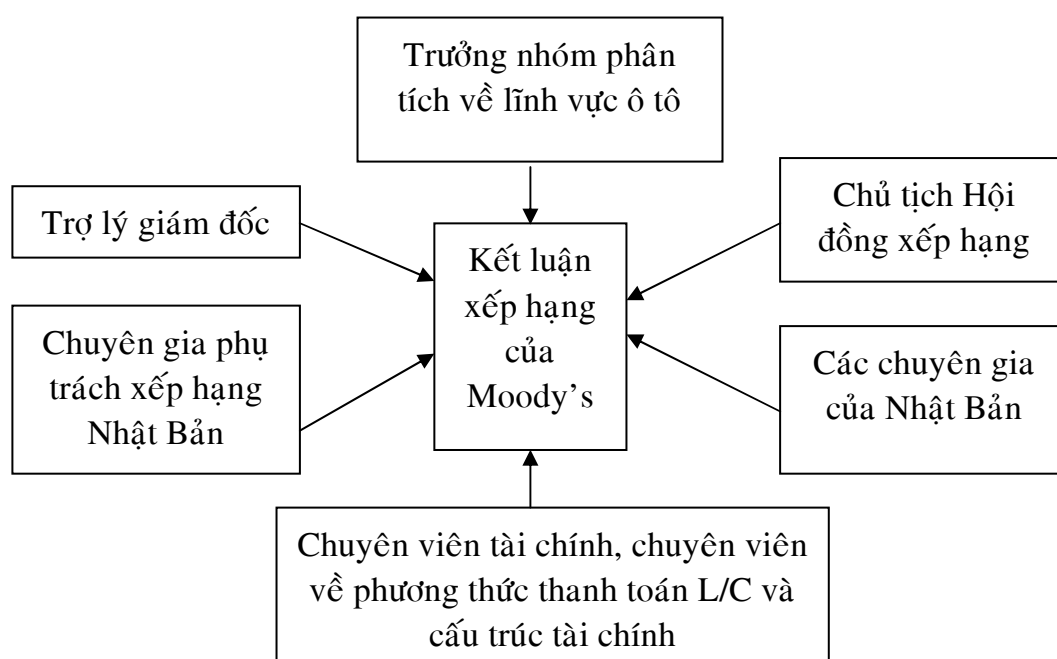
Hoạt động không minh bạch trong thị trường sớm muộn thì cũng sẽ đưa thị trường vào tình trạng khủng hoảng, gây tổn thất nặng nề cho các đối tượng hoạt động trên thị trường. Hệ thống định mức tín nhiệm độc lập sẽ đóng góp tính minh bạch cho thị trường nợ. Hoạt động định mức tín nhiệm góp phần giúp cho các nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro trong đầu tư chứng khoán, nhà quản lý tài chính dựa trên cơ sở định mức tín nhiệm để đánh giá tình trạng tài chính của các tổ chức phát hành, can thiệp và hoạt động của các tổ chức đầu tư, nhà phát hành có thể tạo ra một kênh phân phối đến những phần thị trường khác. Sự minh bạch của thị trường cũng góp phần bảo đảm những biến động về giá của chứng khoán phải tương ứng với những

biến động của thị trường, do đó giảm các chi phí cơ hội vô hình. Khi kết quả định mức được công bố rộng rãi và được cập nhật thường xuyên, nó cũng hạn chế những tin đồn và nạn đầu cơ từ đó giúp ổn định thị trường.

1.7.4. Mô hình tổ chức định mức tín nhiệm ở một số quốc gia

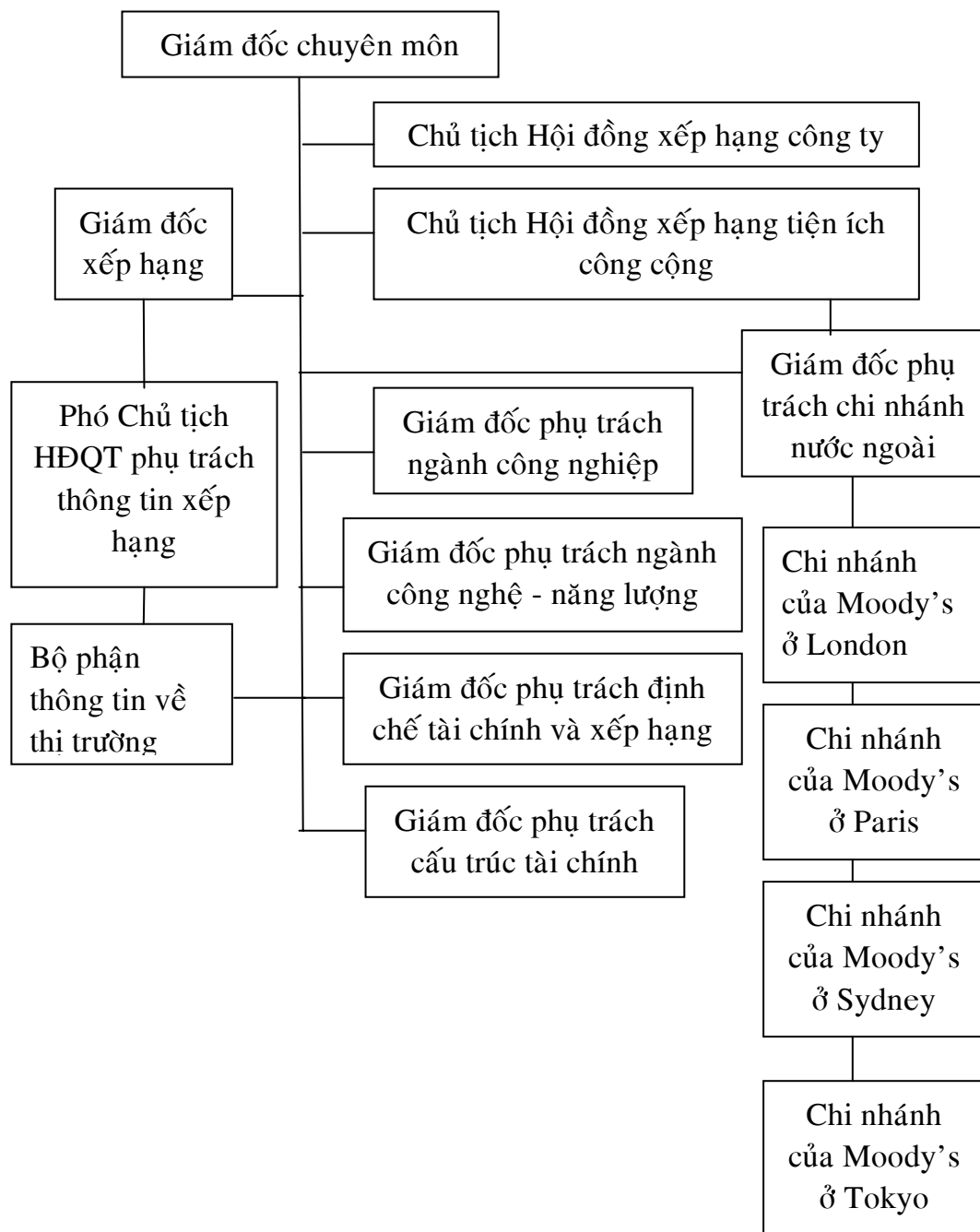
1.7.4.1. Mô hình của Mỹ

Mỹ là quốc gia hình thành nên các tổ chức định mức tín nhiệm danh tiếng và có lịch sử ra đời và phát triển sớm nhất trên thế giới. Hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm không chỉ gói gọn trong phạm vi nước Mỹ mà đã được mở rộng ra phạm vi toàn cầu. Tiến trình toàn cầu hóa đã mở rộng qui mô và phạm vi hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm Mỹ. “Do qui mô toàn cầu nên những tổ chức này thường có cơ cấu tổ chức kết hợp lĩnh vực và khu vực trong đó chú trọng đến phân tích theo nhóm như mô hình Moody’s” [25, tr. 52]. Phân tích theo nhóm được tiến hành dựa trên cơ sở các chủ thể phát hành đã được phân chia theo từng ngành và khu vực. Mô hình này mang lại hiệu quả cao trong quá trình phân tích và tạo ra sự đồng nhất trên toàn cầu cho mỗi chủ thể phát hành.



Hình 1.1: Mẫu mô hình nhóm phân tích

(Nguồn: Định mức tín nhiệm tại Việt Nam [25])



Hình 1.2: Sơ đồ cơ cấu chức năng bộ phận định mức tín nhiệm của Moody's

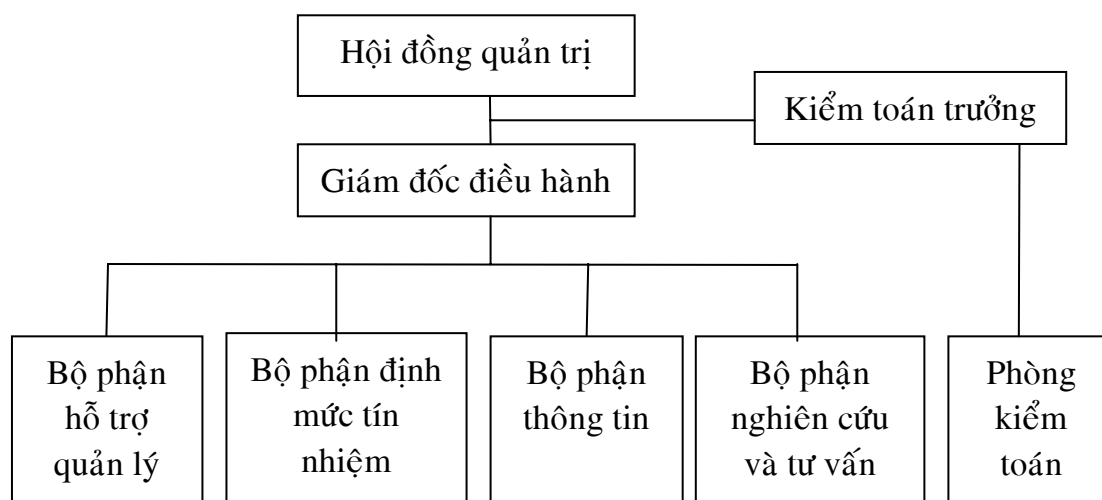
(Nguồn: Định mức tín nhiệm tại Việt Nam [25])

Sơ đồ trên cơ cấu các bộ phận theo từng chức năng chuyên biệt. Với từng chức năng được chuyên nghiệp hóa các bộ phận tham gia tích cực vào quá trình phân tích đánh giá xếp hạng các chủ thể phát hành theo từng nhóm ngành hay khu

vực. Không chỉ hoàn thành tốt chức năng nhiệm vụ trong công việc mà các bộ phận trên sơ đồ có thể hợp tác hỗ trợ lẫn nhau để đạt được kết quả công việc tốt nhất, tạo dựng nên uy tín quốc tế cho tổ chức định mức. Sơ đồ cơ cấu tổ chức này đòi hỏi khoản đầu tư tài chính cho yếu tố con người là rất lớn. Tổ chức định mức tín nhiệm theo mô hình này không chỉ hoạt động trong thị trường nội địa mà còn thể hiện mối liên hệ hoạt động trong phạm vi thị trường quốc tế của tổ chức định mức tín nhiệm.

1.7.4.2. Mô hình của Hàn Quốc

Xem xét mô hình tổ chức định mức tín nhiệm của công ty định mức tín nhiệm và thông tin quốc gia Hàn Quốc như sau:



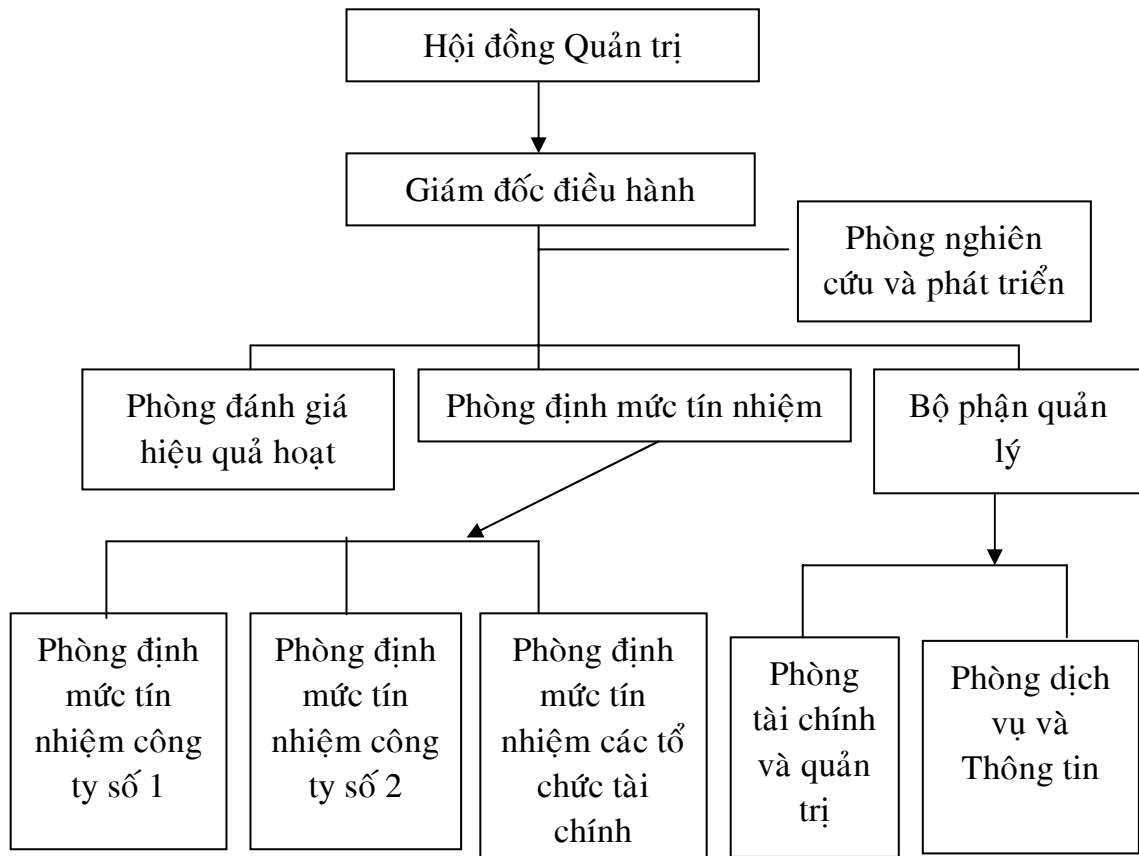
Hình 1.3: Mô hình tổ chức công ty định mức tín nhiệm và thông tin quốc gia

(Nguồn: Định mức tín nhiệm tại Việt Nam [25])

Hàn Quốc là một trong những nước phát triển thuộc nhóm công nghiệp mới có TTTC mới nổi. Mô hình định mức tín nhiệm của Hàn Quốc được tổ chức đơn giản hơn so với mô hình của Mỹ. Chi phí đầu tư cho các bộ phận theo mô hình này không lớn như khoản đầu tư của mô hình Mỹ. Mô hình của Hàn Quốc đủ khả năng đáp ứng yêu cầu của thị trường nợ quốc gia nhưng chưa thể tham gia vào thị trường quốc tế mạnh mẽ. Do đó, tổ chức tín nhiệm Hàn Quốc đang có sự hợp tác với các tổ chức tín nhiệm danh tiếng trên thế giới để phát triển năng lực, tạo dựng uy tín tìm cách mở rộng phạm vi hoạt động ra thị trường quốc tế.

1.7.4.3. Mô hình của Thái Lan

Tổ chức định mức tín nhiệm tại Thái Lan hoạt động theo hình thức sở hữu tư nhân. Tổ chức định mức tín nhiệm này được thành lập từ NHTƯ Thái Lan phối hợp Công ty tài chính công nghiệp Thái Lan. Tổ chức định mức tín nhiệm có tên gọi là Dịch vụ định mức tín nhiệm và thông tin Thái Lan. Cổ đông góp vốn để thành lập TRIS bao gồm Nhà nước, tư nhân và Công ty tài chính quốc tế. Đặc biệt là phương thức góp vốn không cho phép bất cứ cổ đông nào được phép nắm giữ trên 5% số vốn của tổ chức định mức tín nhiệm.



Hình 1.4: Mô hình tổ chức của dịch vụ định mức tín nhiệm thông tin Thái Lan

(Nguồn: Định mức tín nhiệm tại Việt Nam [25])

Nhìn chung, Thái Lan có khoảng cách rất lớn giữa thị trường nợ quốc gia với thị trường Mỹ và Hàn Quốc. Do đó, mô hình của Thái Lan được tổ chức đơn giản hơn nhiều so với mô hình của Mỹ và Hàn Quốc nhưng lại phù hợp với đặc điểm của thị trường Thái Lan. Mô hình của Thái Lan đã phục vụ đắc lực cho thị trường nợ

trong nước (các khoản nợ công ty ra công chúng luôn có sự ủy quyền đánh giá, nghĩa là bắt buộc phải được xếp hạng). Mô hình Thái Lan có sự xuất hiện của 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.

1.8. NHỮNG BÀI HỌC KINH NGHIỆM VỀ HUY ĐỘNG VỐN BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI

1.8.1. Thị trường trái phiếu ở Vương quốc Anh

Các loại chứng khoán viên vàng là trái phiếu do Chính phủ Anh phát hành (loại trái phiếu này lúc đầu được viên vàng ở xung quanh nên gọi là trái phiếu viên vàng). TPCP Anh tập trung chỉ phát hành và giao dịch trên TTCK. Nước Anh không thực hiện việc phân tán phát hành trái phiếu qua nhiều kênh như ở nước ta, để hạn chế sự cạnh tranh giữa các kênh phát hành và tập trung phát huy năng lực huy động vốn của TTCK, tạo hàng hóa chủ lực trên thị trường. Mặc dù trái phiếu không được đảm bảo bằng tài sản thực, nhà đầu tư phải tin vào uy tín của Chính phủ trong cam kết trả lãi và chuộc lại chứng khoán khi đến hạn. Tuy nhiên, một quốc gia có nền kinh tế phát triển và tiềm lực tài chính vững mạnh như Anh đã nâng cao uy tín của TPCP trên thị trường, TPCP có mức độ rủi ro thấp nhất và được đánh giá là khoản đầu tư an toàn nhất trên TTCK. Độ an toàn của TPCP đã trở thành điểm ưu việt hấp dẫn nhà đầu tư nhằm phân tán rủi ro trong các danh mục đầu tư.

TPCP Anh là chứng khoán có lãi suất cố định, mặc dù năm 1970 Chính phủ Anh đã phát hành trái phiếu có lãi suất biến động, nhưng sau đó đã ngưng phát hành. Lãi suất của trái phiếu tuy được giữ ở mức cố định, nhưng tác động của yếu tố lạm phát vẫn đưa đến sự biến động về giá cả của trái phiếu trên thị trường so với mệnh giá ghi trên trái phiếu. Đa số các trường hợp, phiếu lãi được thanh toán trên cơ sở nửa năm một lần, trả mỗi lần bằng nửa mức lãi ghi trên phiếu. Trả lãi định kỳ là một đặc điểm quan trọng của bất kỳ loại trái phiếu do có tác động làm giảm rủi ro tái đầu tư. Ví dụ: trái phiếu có lãi suất 10% nếu lãi được thanh toán cuối năm một

lần thì chắc chắn sẽ có tỷ lệ thu hồi vốn thấp hơn so với trái phiếu được trả lãi 6 tháng một lần với mức 5%. Cảnh thức trả lãi định kỳ và biến động giá cả của trái phiếu đã thu hút nhiều nhà đầu tư trái phiếu trên thị trường. Thị phần TPCP Anh trong danh sách TTCK chiếm gần 50%. Nước Anh có thị trường đặc biệt sôi động về TPCP vào năm 1987, doanh số hàng ngày là 4 tỷ bảng Anh gấp hai lần doanh số trong thị trường cổ phiếu. TPCP đã khẳng định được vị trí chủ chốt trên TTCK.

Ngoài thị trường sơ cấp phát hành trái phiếu còn có thị trường cấp 2 để buôn bán trái phiếu góp phần tăng tính thanh khoản của trái phiếu trên TTCK. Khác với các khoản nợ vay khác, trái chủ dễ dàng chuyển đổi ra tiền tệ từ TPCP, điều này vừa khuyến khích các nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu đến hạn lẫn nhà đầu tư mua bán hưởng chênh lệch giá. Giao dịch mua bán trái phiếu trên cơ sở 24 giờ: việc thanh toán thực hiện vào ngày làm việc tiếp theo sau khi giao dịch được thực hiện đã tạo ra mức độ thanh toán rất cao đối với người giữ trái phiếu đặc biệt khi so sánh với thị trường cổ phiếu.

Để tạo điều kiện cho những người buôn bán chứng khoán kinh doanh với khối lượng giao dịch tăng dần và do đó ổn định các điều kiện thị trường, nước Anh thực hiện hai cơ chế. Trong cơ chế thứ nhất, tồn tại một số người môi giới kinh doanh tiền tệ có khả năng thúc đẩy tiến trình mua bán bằng cách cho người buôn bán chứng khoán vay trái phiếu cần thiết hoặc tiền mặt để đáp ứng việc bán hoặc mua. Ở cơ chế thứ hai, giới thẩm quyền cũng thể hiện để làm cơ sở trụ cột cho hoạt động của thị trường qua người môi giới của Chính phủ. Người môi giới của Chính phủ hoạt động trong khả năng của một tổ chức đối với Vụ Phát hành của Ngân hàng Anh. Vụ phát hành đã được chuẩn bị sẵn sàng để bán và/hoặc mua chứng khoán của các nhà buôn bán trái phiếu khi tình huống đòi hỏi.

Sự phân biệt trước đây giữa người môi giới và người buôn bán chứng khoán đã không còn nữa, và một tổ chức mới người kinh doanh-môi giới đã xuất hiện. Những hãng mới này được Ngân hàng Anh xem như

là những người tạo ra thị trường trái khoán viên vàng (GEMMS) và thực hiện tạo dựng một thị trường định giá liên tục đối với loại chứng khoán này. Vai trò của người môi giới của Chính phủ như là một trung gian giữa các cơ quan thẩm quyền với thị trường đã được bãi bỏ và GEMMS trực tiếp tiếp cận với ngân hàng [42, pp. 227].

1.8.2. Thị trường trái phiếu ở Mỹ

Phạm vi và TTCK, thị trường TPCP Mỹ lớn nhất thế giới, sẵn sàng phục vụ người gửi hay người vay của bất kỳ nước kinh tế phát triển nào. Điều này đã phản ánh đúng vị trí và mức độ của một nền kinh tế Mỹ lớn nhất thế giới, vai trò và tầm ảnh hưởng quan trọng của Mỹ trong nền kinh tế thế giới. Tại New York, với TTCK New York (NYSE) và TTCK nhỏ hơn (AMEX) New York chính là thủ đô tài chính của Mỹ. Ở các khu vực khác như: Chicago, Los Angeles, Boston, Philadelphia, Cincinnati cũng có các TTCK như: TTCK Trung Tây ở, TTCK Thái Bình Dương ở và các TTCK nhỏ hơn. Sự phát triển đa dạng của hệ thống TTCK đã đóng góp quan trọng cho hoạt động huy động vốn bằng phát hành TPCP. Trái ngược với Anh, hầu hết việc mua bán trái phiếu Mỹ được thực hiện trên thị trường không chính thức (OTC). Thị trường trái phiếu sơ cấp Mỹ có 40 nhà tổ chức kiến tạo nhiều hơn từ 6 đến 10 lần thị trường trái phiếu viên vàng của Anh với hình thức đấu thầu cạnh tranh là phổ biến. Thị trường này không được bố trí như truyền thống ở một trong những quầy giao dịch mà chủ yếu là qua thị trường ngoài bảng thị giá (thị trường OTC), khác biệt so với thị trường trái phiếu Anh. Thị trường trái phiếu Mỹ vô cùng rộng lớn, sôi động và đa dạng, trong đó TPCP có mức rủi ro thấp nhất, rủi ro được đánh giá gần bằng 0.

Thị trường TPKB Mỹ được chia làm hai thị trường:

- Thị trường sơ cấp, do cục dự trữ liên bang điều tiết, bao gồm 40 tổ chức buôn bán lớn.

- Thị trường thứ cấp, gồm các tổ chức buôn bán nhỏ, kinh doanh trái phiếu tới từng người mua trên thị trường OTC.

Cục dự trữ liên bang đặt ra những tiêu chuẩn và những điều kiện cần thiết nhất để điều tiết thị trường. Đồng thời, cục dự trữ liên bang đứng ra tổ chức phát hành mới theo hướng thu hút các nhà buôn lớn mua trái phiếu trên cơ sở đấu giá. Nhà môi giới đã thể hiện vai trò rất lớn mang lại thành công trên thị trường trái phiếu Mỹ. Đây cũng là đặc điểm quan trọng bậc nhất của thị trường này và được học tập và vận dụng vào thị trường trái phiếu Anh. Thực tế đó là một nhân tố bên trong của thị trường cho phép các nhà môi giới lên danh mục vốn đầu tư từ những sự đặt giá và chào hàng giấu tên. Việc giấu tên giúp giới môi giới không bị rò rỉ thông tin về tình hình kinh doanh của đơn vị.

Tại Mỹ, thời hạn phát hành tín phiếu kho bạc là 3 tháng, 6 tháng, 1 năm phát hành thông qua phương thức đấu giá hàng tuần được tổ chức đấu giá vào thứ hai và được thanh toán vào thứ năm. Mỗi tháng tín phiếu kho bạc kỳ hạn 12 tháng được phát hành một lần. Kho bạc phát hành tín phiếu có thời hạn từ 20 đến 23 tuần vào đầu tháng để đáp ứng nhu cầu chi của ngân hàng liên bang, đây là thời điểm mức thu NSNN thấp, và sẽ hoàn trả vào giữa tháng, thời điểm có mức thu NSNN cao. Từ năm 1929 trở đi, Mỹ không qui định lãi suất tín phiếu kho bạc cố định và được phát hành giảm giá so với giá trị danh định. Thu nhập nhà đầu tư sẽ nhận được chính là phần chênh lệch giữa giá trị danh định và giá trị thực của tín phiếu. Tỷ lệ tối đa nhà đầu tư được tham gia đấu giá tín phiếu kho bạc tại Mỹ là 35% tổng giá trị của đợt phát hành nhằm hạn chế đầu cơ chứng khoán nhà nước. Tín phiếu kho bạc Mỹ phát hành dưới dạng ghi sổ chứ không phát hành dạng chứng chỉ. Việc phát hành tín phiếu kho bạc dạng ghi sổ vừa tạo điều kiện thuận lợi trong việc mua bán, giao dịch các tín phiếu kho bạc Mỹ vừa tiết kiệm chi phí in ấn tín phiếu dạng chứng chỉ.

1.8.3. Thị trường trái phiếu Đông Á

Mức độ tăng trưởng mạnh của thị trường trái phiếu mới nổi của khu vực Đông Á phản ánh tương xứng với tốc độ phát triển kinh tế mạnh mẽ của khu vực này. Nền kinh tế phát triển thần kỳ trước thị trường trái phiếu nhờ các biện pháp cải cách sâu rộng, đã từng bước bắt kịp với tốc độ phát triển của nền kinh tế thực sự của khu vực này.

Các thị trường trái phiếu ở Đông Á, trước đây chủ yếu do các ngân hàng thương mại thống lĩnh, giờ đây đã được thay da đổi thịt nhờ sự xuất hiện của hàng loạt các công cụ tài chính, trong đó có vốn của cổ phiếu và trái phiếu. Sự phát triển của TTCK Đông Á được hỗ trợ bởi sự gia tăng các nguồn vốn nước ngoài đổ vào đầu tư chứng khoán ở các nền kinh tế đang bùng nổ trong khu vực này; mà các nhà đầu tư nước ngoài được thu hút bởi các tài khoản vốn mở, tỷ giá hối đoái ổn định và tình hình ổn định kinh tế vĩ mô khá vững chắc.

Thị trường sơ cấp trong khu vực Đông Á không được tổ chức thống nhất giữa các quốc gia. Ở Trung Quốc, TPCP được bán ra thông qua việc phân bổ hành chính; Ở Hong Kong và Philippines các trái phiếu Nhà nước ở thị trường sơ cấp được phát hành bằng cách đấu giá cạnh tranh; Cách phát hành trái phiếu ở các nước Đông Á khác nằm lưng chừng giữa hai thái cực này điều đó thường khiến cho giá trái phiếu Nhà nước thấp hơn giá do thị trường quyết định. Tuy nhiên, qua thời gian học hỏi kinh nghiệm từ các thị trường phát triển, khoảng cách chênh lệch giữa các nước khu vực Đông Á đang được rút ngắn dần.

Cơ sở hạ tầng của các thị trường trái phiếu thứ cấp ở các nước Đông Á đang từng bước được xây dựng và cải thiện. Tuy nhiên, ở thị trường trái phiếu Đông Á, giao dịch trên thị trường thứ cấp bị lệ thuộc rất nhiều đến hoạt động của thị trường sơ cấp. Như vậy, hoạt động của thị trường thứ cấp có xu hướng tăng và giảm theo hoạt động của thị trường sơ cấp.

Trong thời gian gần đây, các nước Đông Á đã có sự tiến bộ trong nhiều lĩnh vực của cơ sở hạ tầng về định chế. Tại Hong Kong đã sử dụng một hệ thống Đơn Vị TTTT Trung Ương để thực hiện các chức năng thanh toán bù trừ và quyết toán. Ở Malaysia đã xây dựng hai hệ thống thanh toán bù trừ khác nhau: một hệ thống chuyển các nguồn quỹ trong TTTT liên ngân hàng và một hệ thống chuyển chứng khoán thông qua thông tin nhập vào sổ sách điện tử. Các công ty xếp hạng tín nhiệm cũng được thành lập và đi vào hoạt động ở nhiều nước. Malaysia đã đưa ra một trái phiếu chuẩn mực thông qua Cagamas-một trái phiếu thế chấp là một ví dụ lý thú về việc những nhà hoạch định chính sách có phản ứng sáng tạo đối với những nhu cầu cấp bách về định chế.

Xây dựng hệ thống lãi suất chuẩn (đặc biệt là lãi suất chuẩn của các công cụ dài hạn) dựa trên TPCP. Singapore phát hành trái phiếu kỳ hạn 10 năm vào năm 1998, Hàn Quốc phát hành trái phiếu kỳ hạn 10 năm vào năm 2000 và Trung Quốc phát hành trái phiếu 20 năm vào năm 2001. Tuy có nhiều kỳ hạn đối với trái phiếu nội tệ, song tính thanh khoản vẫn có xu hướng tập trung vào các loại kỳ hạn ngắn (khoảng 3 đến 7 năm), ngoại trừ Singapore và Hồng Kông [10, tr. 46].

Sự tăng trưởng nhanh chóng được dự đoán của thị trường trái phiếu Đông Á tùy thuộc vào việc tiếp tục thực hiện các biện pháp quản lý kinh tế vĩ mô và chính sách kinh tế vĩ mô vững chắc và các biện pháp cải cách về định chế.

Từ thực trạng phát triển thị trường TPCP của các nước nêu trên cho thấy thị trường TPCP ở mỗi nước có những đặc điểm riêng biệt khác nhau, nhưng đều có những điểm mạnh nói chung mà chúng ta cần học hỏi kinh nghiệm như sau:

Từng bước tập trung chỉ phát hành và giao dịch trái phiếu trên TTCK tập trung hoặc thị trường phi tập trung (OTC). Không thực hiện việc phân tán phát hành và giao dịch trái phiếu qua nhiều kênh khác nhau để hạn chế sự cạnh tranh qua lại

giữ các kênh phát hành TPCP nhằm tập trung phát huy năng lực huy động vốn của TTCK.

Kết cấu hạ tầng cơ sở của TTCK hiện đại, nguồn nhân lực, trình độ quản lý và tốc độ thanh toán cao. Phát triển lớn mạnh thị trường trái phiếu trên cơ sở phát triển đồng bộ thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp nhằm tăng tín thanh khoản trái phiếu. Sự phát triển đa dạng của hệ thống TTCK đã góp phần quan trọng cho hoạt động huy động vốn bằng TPCP.

TPCP giữ vị trí chủ lực trên TTCK, hình thành lãi suất chuẩn phản ánh cung cầu thực tế về vốn trên thị trường, làm cơ sở tham chiếu cho các loại lãi suất khác trên TTTC. TPCP được xếp hạng tín nhiệm cao nhất, mức rủi ro gần bằng không. Độ an toàn của trái phiếu ưu việt hấp dẫn nhà đầu tư nhằm phân tán rủi ro trong danh mục đầu tư.

Sự gia tăng các nguồn vốn nước ngoài đổ vào đầu tư chứng khoán dựa trên uy tín quốc gia, thị trường vốn mở, tỷ giá hối đoái ổn định và tình hình ổn định kinh tế vĩ mô, thành tích tốt trong thanh toán nợ nước ngoài, tiềm năng tăng trưởng của quốc gia.

Hoàn thiện hệ thống pháp luật; phát triển và nâng cao chất lượng và hiệu quả hoạt động của công ty xếp hạng tín nhiệm và các tổ chức đầu tư phi ngân hàng; nâng cao hiệu quả cơ chế và hệ thống thanh toán, trong đó cần nghiên cứu áp dụng cơ chế thanh toán – chuyển giao.

Kết luận chương 1

TPCP ở giai đoạn đầu với vai trò bù đắp thâm hụt NSNN được đánh giá là công cụ huy động vốn có những ưu điểm để khắc phục những nhược điểm của việc phát hành tiền, tăng thuế hoặc bán tài sản quốc gia để bù đắp thâm hụt NSNN. TPCP huy động vốn dựa trên nguyên tắc thoả thuận tự nguyện trên cơ sở bình đẳng, hai bên Nhà nước và chủ thể cho vay cùng có lợi chứ không áp đặt bằng quyền lực Nhà nước như phát hành tiền, tăng thuế hay bán tài sản quốc gia. Tuy nhiên, khi

tham gia vào TTTC thì TPCP đã trở thành một hàng hóa quan trọng trên thị trường. TPCP với mức rủi ro thấp, khối lượng phát hành lớn và đặc biệt là “tính trung lập” rất cao so với các loại chứng khoán còn lại trên thị trường. TPCP đã tạo thêm hàng cho thị trường vốn, TTTT, góp phần tham gia điều tiết tiền tệ và kiềm chế lạm phát hoặc giảm phát trong nền kinh tế.

Trong điều kiện hiện nay, Chính phủ Việt Nam không những chỉ tập trung đạt được mục tiêu huy động vốn từ TPCP mà còn phải nghiên cứu, học hỏi kinh nghiệm từ các quốc gia có thị trường trái phiếu phát triển và các quốc gia có thị trường trái phiếu mới nổi với khoảng cách về kinh tế – xã hội không quá xa so với Việt Nam. Từ những bài học kinh nghiệm thành công lẫn thất bại từ các nước, phối hợp với đặc thù kinh tế – xã hội nước ta để đưa ra các giải pháp nhằm tăng “tính khả thi” của TPCP tiến tới xây dựng thị trường TPCP phát triển ổn định, bền vững.

CHƯƠNG 2 THỰC TRẠNG VỀ SỬ DỤNG CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM THỜI GIAN QUA

2.1. KHÁI LƯỢC QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM TRƯỚC VÀ SAU THỜI KỲ ĐỔI MỚI CƠ CHẾ KINH TẾ

2.1.1. Trước thời kỳ đổi mới cơ chế kinh tế Việt Nam

Thời Pháp thuộc Công trái Chính phủ được phát hành qua hệ thống ngân hàng Đông Dương. Mỗi loại công trái được phát hành liên tục trong nhiều năm, ghi thu bằng tiền, có kỳ hạn từ 2 đến 5 năm và 10 năm, cụ thể bao gồm các loại công trái như sau:

Giai đoạn 1895 – 1903: Công trái đường sắt Đông dương, thu được 515 triệu đồng tiền Đông Dương.

Giai đoạn 1914 – 1918: Công trái Pháp – Việt đề huề, kết quả thu được 184 triệu đồng Đông Dương.

Giai đoạn 1929 – 1933: Công trái cứu nước mẹ, thu được 11,5 triệu đồng Đông Dương.

Giai đoạn 1939 – 1945: Công trái phòng thủ Đông dương, kết quả thu được 44 triệu đồng Đông Dương.

Cách mạng tháng 8/1945 đã đưa dân tộc Việt Nam thoát khỏi cảnh bị thực dân đô hộ. Ngày 16/7/1946 Chính phủ ký sắc lệnh 122 cho phép Ủy ban Hành chính Nam bộ phát hành “Công trái Nam bộ” nhằm huy động vốn phục vụ công cuộc kháng chiến ở Nam bộ và giải quyết những khó khăn về mặt tài chính của chính quyền cách mạng.

Ngày 14/4/1948 Hồ Chủ tịch ký sắc lệnh 160 cho phép phát hành trong toàn quốc “Công trái kháng chiến” với bốn loại phiếu mệnh giá 500, 1.000, 5.000, 10.000 đồng.

Ngày 19/9/1950 Chính phủ ban hành sắc lệnh 139 cho phép phát hành “Công trái quốc gia”. Loại công trái này có đặc điểm là huy động vốn ghi thu bằng tiền hoặc bằng thóc, lãi suất hàng năm lãi 3%, kỳ hạn 5 năm, lãi được thanh toán định kỳ hàng năm.

Năm 1965 Nhà nước cho phép phát hành loại “Công phiếu nuôi quân” ở chiến trường miền Nam. Ngoài ra, do những khó khăn trong hoạt động giao thông vận tải, Chính phủ đã cho phép các cơ quan chính quyền địa phương các tỉnh phía Nam từ cấp Huyện trở lên được ứng vay tiền hoặc lương thực để nuôi quân và mua sắm vũ khí đánh giặc bằng hình thức biên lai thu tiền.

Thời kỳ kháng chiến chống Pháp chiến tranh đã gây ảnh hưởng nặng nề cho nền kinh tế. Tuy nhiên, với lòng yêu nước nồng nàn và tinh thần ủng hộ, đóng góp cho kháng chiến đi đến thắng lợi, nhân dân đã tích cực hưởng ứng tạo thêm nguồn tài chính cho chính phủ.

Thời kỳ kháng chiến chống Mỹ, việc chi tiêu NSNN chủ yếu dựa vào các nguồn viện trợ từ các quốc gia có cùng thể chế chính trị với Việt Nam (đặc biệt là nguồn viện trợ từ hai quốc gia là Liên Xô và Trung Quốc). Vào thời kỳ này nguồn vốn TDNN huy động được chiếm tỷ trọng rất thấp.

Sau khi thống nhất đất nước, đến ngày 25/11/1983 Chính phủ ban hành sắc lệnh về việc phát hành công trái xây dựng tổ quốc trong phạm vi cả nước. Công trái xây dựng tổ quốc đã được liên tục phát hành trong thời gian từ 1983 đến 1988 được chia làm hai đợt phát hành:

Từ 1983-1985 phát hành công trái loại kỳ hạn 10 năm, lãi suất 3%/năm.

Từ 1985-1986 giai đoạn này phát hành song song hai loại công trái: loại kỳ hạn 5 năm, lãi suất 2%/năm và loại kỳ hạn 10 năm, lãi suất 3%/năm.

2.1.2. Sau thời kỳ đổi mới cơ chế kinh tế Việt Nam

Từ 1987-1988 chỉ phát hành loại công trái kỳ hạn 5 năm, lãi suất 2%/năm, gồm các loại:

- + Công trái ghi thu bằng tiền có các hạn phiếu 100, 500, 1.000, 5.000, 10.000, 50.000đ Việt Nam, kết quả huy động đạt mức 22.452,6 triệu đồng Việt Nam.
- + Công trái ghi thu bằng thóc có các hạn phiếu 50, 100, 500, 1.000, 3.000kg huy động được 7.198 tấn thóc.
- + Công trái ghi thu bằng ngoại tệ: không có hạn phiếu, số ngoại tệ huy động được đạt 2.670 USD, 44.920 France . . .
- + Công trái ghi thu bằng vàng: không có hạn phiếu, huy động được 449,4 kg.

Từ 1989 – 1998: Giai đoạn này, Nhà nước đã cho thí điểm phát hành tín phiếu và trái phiếu và tiến đến tạm ngừng phát hành công trái, thay vào đó là việc chủ trương huy động vốn nhân rộng trong dân cư dưới hình thức phát hành tín phiếu, trái phiếu từ năm 1993. Năm 1991, KBNN được Chính phủ và Bộ Tài chính giao nhiệm vụ tổ chức và phát hành tín phiếu kho bạc, tín phiếu kho bạc lần đầu tiên phát hành thí điểm tại Thành phố Hải Phòng với loại kỳ hạn 3 tháng. Trái phiếu in sẵn mệnh giá, mức mua tối thiểu là 20.000 đồng, không hạn chế mức tối đa. Trái phiếu có ghi tên và địa chỉ người mua, phát hành tại kho bạc nào thì sẽ thanh toán tại kho bạc đó. Từ tháng 3/1991 đến tháng 7/1992 tại Thành phố Hải Phòng đã phát hành thí điểm thu 317.711 triệu đồng.

Với thành công bước đầu tại Hải Phòng, Bộ Tài chính quyết định mở rộng phạm vi phát hành ra 2 thành phố Hà Nội và Hồ Chí Minh. Tháng 12/1991, phát hành tín phiếu kho bạc loại kỳ hạn 6 tháng ở Hải Phòng, Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. Tổng số tiền thu được 63.619 triệu đồng tín phiếu Kho bạc kỳ hạn 6 tháng, lãi suất 4,5%/tháng (trong đó: Hà Nội là 27.541 triệu đồng, Hải Phòng đạt 17.959 triệu đồng, Thành phố Hồ Chí Minh là 18.119 triệu đồng). Đến đợt phát hành 01/6/1992 thu được 326.353 triệu đồng (trong đó: Hà Nội đạt 113.338 triệu đồng, Hải Phòng đạt 61.918 triệu đồng, Thành phố Hồ Chí Minh đạt 151.047 triệu đồng)

Từ tháng 7/1992 đến cuối năm 1994, KBNN thực hiện quyết định của Hội đồng Bộ trưởng phát hành tín phiếu KBNN xây dựng đường dây tải điện Bắc – Nam 500KV. Kỳ hạn tín phiếu là 1,2, 3 năm. Tín phiếu ghi thu bằng đồng Việt Nam, bằng vàng và ngoại tệ. Mức tối thiểu của 1 tờ tín phiếu là 50.000đ, không hạn chế mức tối đa. Đây là loại tín phiếu có mục đích huy động vốn cho đầu tư phát triển theo nguyên tắc tự nguyện và nghĩa vụ bắt buộc.

Vào tháng 11/1993, KBNN phát hành tín phiếu trả lãi trước 6 tháng, 12 tháng. Ghi tên người mua và lãnh lãi ngay khi mua, thời hạn 6 tháng, 12 tháng.

Tháng 12/1993, KBNN phát hành tín phiếu thu và thanh toán bằng ngoại tệ kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm.

Tháng 2/1999, thông qua hệ thống KBNN, Bộ Tài chính phát hành trong cả nước đợt trái phiếu với kỳ hạn 2 năm, lãi suất 13%.

Tháng 5/1999, KBNN phát hành công trái xây dựng tổ quốc trong phạm vi cả nước. Mục tiêu huy động từ 3000 tới 4000 tỷ đồng xây dựng 100 xã nghèo. Kỳ hạn công trái 5 năm, lãi suất 10%/năm, tiền lãi được thanh toán với gốc khi đáo hạn. Số thu công trái đạt 4.496 tỷ đồng, bằng 112,7% kế hoạch Chính phủ giao.

Từ tháng 7/2000 Việt Nam tiếp tục tiến thêm một bước trong việc huy động vốn TDNN cho đầu tư phát triển. Mở rộng thêm phương thức đấu thầu qua trung tâm giao dịch chứng khoán.

Từ ngày 5/5/2003 – 18/5/2003 Việt Nam phát hành công trái giáo dục. Đợt phát hành công trái giáo dục dự tính huy động 2.000 tỷ đồng nhưng chỉ trong khoảng thời gian ngắn đã hoàn thành vượt mức vốn huy động đạt 2.579,6 tỷ đồng. Kỳ hạn công trái 5 năm, lãi suất 8%/năm (bao gồm cả mức trượt giá hàng năm và tỷ lệ lãi suất 1,5%/năm) và lãi suất tính cho 5 năm là 40%. Trường hợp mức trượt giá thực tế trong 5 năm cộng với lãi suất 5 năm cao hơn 40% thì người chủ sở hữu công trái được Nhà nước bù chênh lệch. Ngược lại, nếu thấp hơn 40% người chủ sở hữu công trái vẫn được hưởng lãi suất 40% như ghi trên phiếu công trái đã phát hành.

Ngày 10/10/2003 KBNN phát hành TPCP bằng ngoại tệ và đồng Việt Nam để đầu tư xây dựng một số công trình giao thông, thủy lợi quan trọng của đất nước. Phát hành TPCP bằng ngoại tệ đợt 1 với khối lượng là 100 triệu USD. Kỳ hạn trái phiếu 5 năm; lãi suất 3,5%/năm, trả sau hàng năm. Phát hành 3.000 tỷ đồng TPCP bằng nội tệ đợt 1 được phát hành qua hệ thống KBNN trong phạm vi cả nước. Đối với trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, lãi suất 8,5%/năm, trả lãi sau hàng năm. Đối với trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm thì lãi suất trái phiếu hình thành qua kết quả đấu thầu.

Ngày 15/4/2004 KBNN phát hành TPCP để đầu tư một số công trình giao thông, thủy lợi quan trọng của đất nước đợt 2. TPCP được phát hành và thanh toán bằng tiền Việt Nam (8.200 tỷ đồng) và USD (50 triệu USD), dưới hình thức chứng chỉ hoặc ghi sổ đối với trái phiếu ngoại tệ. Kỳ hạn trái phiếu 5 năm, 10 năm, lãi suất theo kết quả trúng thầu.

Năm 2005, Việt Nam phát hành công trái giáo dục thanh toán bằng đồng Việt Nam. Lãi suất 8,25%/năm tính cho cả 5 năm là 41%. Trường hợp mức trượt giá thực tế trong 5 năm cộng lãi suất thực mà người sở hữu công trái được hưởng trong 5 năm lớn hơn 41% thì người sở hữu công trái sẽ được Nhà nước bù phần chênh lệch. Ngược lại, nếu thấp hơn 41% thì người sở hữu công trái được hưởng lãi suất 41% như ghi trên công trái đã phát hành. Công trái không ghi tên được thanh toán tại bất kỳ KBNN trong phạm vi toàn quốc. Công trái có ghi tên được thanh toán tại KBNN nơi phát hành.

Ngày 1/8/2005 KBNN phát hành TPCP để đầu tư một số công trình giao thông, thủy lợi quan trọng của đất nước đợt 3. TPCP được phát hành và thanh toán bằng tiền Việt Nam (10.000 tỷ đồng) và đô la Mỹ (30 triệu USD), dưới hình thức chứng chỉ hoặc ghi sổ đối với trái phiếu ngoại tệ. Kỳ hạn trái phiếu 5 năm 10 năm, lãi suất theo kết quả trúng thầu, hoặc do Bộ Tài chính quyết định tại thời điểm phát hành. Trái phiếu được thanh toán theo đúng đồng tiền phát hành.

2.2. THỰC TRẠNG VỀ SỬ DỤNG CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VIỆT NAM SAU THỜI KỲ CHUYỂN ĐỔI CƠ CHẾ KINH TẾ (1991 – 2006)

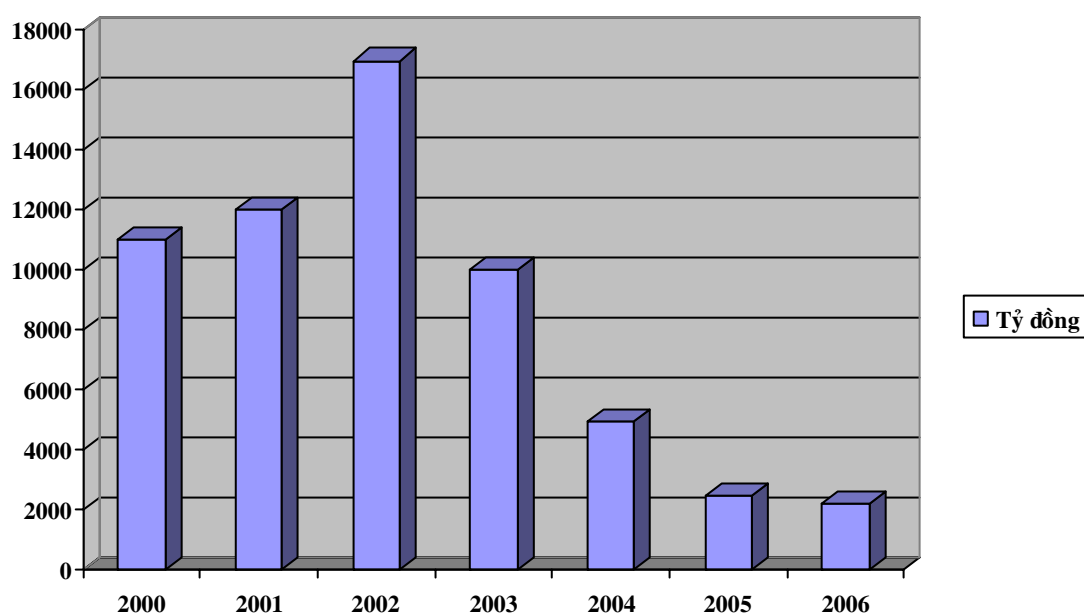
2.2.1. Thực trạng về sử dụng phương thức phát hành trực tiếp trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước

Bảng: 2.1 Kết quả phát hành TPCP qua các phương thức phát hành (1991-2006)

Năm	KBNN		TTTT		TTCK		Bảo lãnh phát hành	
	Giá trị tiêu thụ (tỷ)	Tỷ trọng (%)	Giá trị trúng thầu (tỷ)	Tỷ trọng (%)	Giá trị trúng thầu (tỷ)	Tỷ trọng (%)	Giá trị bảo lãnh (tỷ)	Tỷ trọng (%)
1991	204,4	100						
1992	1.403,2	100						
1993	3.617,8	100						
1994	5.036,6	100						
1995	10.700	97.77	243,6	2.23				
1996	8.347	89.53	976,4	10.47				
1997	9.334	76.19	2.917,5	23.81				
1998	7.332	64.64	4.011	35.36				
1999	8.825	74.56	3.011	25.44				
2000	10.977	65.17	4.766	28.3	600	3.6	500	2.93
2001	11.969	68.37	3.955	22.59	1.333	7.61	250	1.43
2002	16.940	63.87	8.140	30.69	386	1.46	1.056	3.98
2003	10.012	28.25	15.901	44.86	1.029	2.90	8.504	24.00
2004	4.960	14.09	19.465	55.30	2.182	6.20	8.593	24.41

2005	2.500	7.00	20.901	58.53	2.365	6.62	9.945	27.85
2006	2.200	5.07	21.026	48.50	7.885	18.19	12.241	28.24
Tổng	114.358		105.313,5		15.780		41.089	

(Nguồn: Bộ Tài chính, NHNN, KBNN TP.HCM, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM [5], [13], [20], [36])



Hình 2.1: Kết quả bán lẻ TPCP qua KBNN 2000 – 2006

(Nguồn: Bộ Tài chính [5], KBNN [13])

Từ năm 1986 Việt Nam đã thực hiện chuyển đổi cơ chế kinh tế từ cơ chế tập trung sang cơ chế thị trường có định hướng của nhà nước. Tuy nhiên, phải đến năm 1990 thì các chính sách đổi mới thực sự đi vào cuộc sống. Huy động vốn bằng phát hành TPCP từ năm 1990 mới chính thức chuyển sang giai đoạn đổi mới. Kể từ ngày 1/4/1990 hệ thống KBNN chính thức đi vào hoạt động độc lập, tách biệt khỏi NHNN. Huy động vốn TDNN qua hệ thống KBNN đã trở thành nhiệm vụ quan trọng của KBNN.

Giai đoạn 1991-1994: KBNN đóng vai trò là kênh phát hành TPCP duy nhất để vay nợ cho NSNN từ việc phát hành tín phiếu KBNN để huy động vốn ngắn hạn

để dùng vào mục đích bù đắp thâm hụt tạm thời NSNN cho đến việc phát hành công trái nhằm huy động vốn dài hạn để đầu tư xây những công trình trọng điểm quốc gia, trái phiếu KBNN là loại TPCP trung và dài hạn để bù đắp thâm hụt NSNN theo dự toán NSNN hàng năm. Trong giai đoạn này, TTTT chưa thực sự đủ mạnh và chuyên nghiệp để tổ chức các phiên đấu thầu tín phiếu, nghiệp vụ TTM đang trong giai đoạn nghiên cứu để đưa vào vận dụng. Đồng thời TTCK chưa đủ điều kiện để hình thành và hoạt động ở nước ta. Do đó TPCP ngắn hạn, trung hạn và dài hạn đều chỉ được phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN trong phạm vi cả nước. Nhiệm vụ huy động vốn được phân bổ ra toàn bộ các đơn vị KBNN và thời gian huy động vốn khá dài, tùy theo loại hình trái phiếu ở mỗi đợt phát hành. Song, KBNN đã hoàn thành nhiệm vụ phát hành TPCP với giá trị huy động được tăng liên tục qua mỗi năm. Năm 1991 đạt 204,4 tỷ đồng; năm 1992 tăng gấp 6,9 lần so với năm 1991, đạt mức 1.403,2 tỷ đồng; ở năm 1993 giá trị huy động đạt 3.617,8 tỷ đồng và năm 1994 đạt mức 5.036,8 tỷ đồng tăng gấp 17,7 lần và 24,6 lần so với giá trị vay nợ của năm 1991. Những số liệu đạt được thể hiện mức độ gia tăng rất lớn và liên tục của giá trị vay nợ từ phát hành TPCP qua KBNN. Nếu chỉ xét ở khía cạnh hiệu quả huy động vốn cho NSNN thì KBNN có thể nói đã hoàn thành xuất sắc nhiệm vụ vay nợ cho Chính phủ. Song, điều cần chú ý là tính độc quyền của KBNN giữ vai trò là kênh phát hành TPCP duy nhất ở giai đoạn này. TPCP ngoài vai trò là công cụ vay nợ còn là một hàng hóa quan trọng, chủ chốt quyết định sự phát triển của TTTT và TTCK quốc gia. Chỉ tập trung phát hành TPCP trực tiếp qua hệ thống KBNN có thể trong chừng mực nào đó sẽ huy động đủ vốn cần thiết cho nhu cầu NSNN. Tuy nhiên, việc tập trung vào nhiệm vụ huy động vốn sẽ làm ảnh hưởng đến nhiệm vụ điều hành ngân quỹ quốc gia, nhiệm vụ quan trọng hàng đầu của KBNN. Ở nhiều đợt phát hành, KBNN phải tận dụng nguồn nhân lực ở các bộ phận khác để phục vụ đợt phát hành TPCP. Để đạt được kết quả huy động vốn như mong muốn thì thời gian huy động vốn phải kéo dài suốt năm. Phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN tạo ra

khoản chi phí cơ hội rất lớn và khối lượng vay nợ đạt yêu cầu nhưng tốc độ huy động vốn không cao như đấu thầu qua TTTT và TTCK.

Hơn nữa, TPCP chưa được xem là một hàng hóa trên thị trường. Nhiều đơn vị hành chính sự nghiệp mua TPCP không vì mục tiêu đầu tư mà chủ yếu xem như một phong trào để vận động, thậm chí ép buộc toàn bộ nhân viên phải mua trái phiếu rồi cống trừ vào thu nhập tiền lương trong tháng để đạt kết quả như mong muốn của đơn vị. Đây là yếu tố thuận lợi cho KBNN để vay nợ vì nhà đầu tư chưa phải là nhà đầu tư thực thụ hay tự nguyện nên thường ít có những tính toán về rủi ro gặp phải hay quyền lợi có được khi mua trái phiếu. Nhà đầu tư trái phiếu nắm giữ trái phiếu như một tài sản tài chính để thu lãi suất khi đáo hạn (TPCP lãi suất cố định nhà đầu tư sẽ bị thiệt hại khi xảy ra lạm phát hoặc lãi suất ngân hàng gia tăng), hoặc sẽ bán lại trái phiếu với giá thấp cho người khác để thu hồi lại vốn không tính toán đến những thiệt hại phải chịu. Ngoài ra, trong giai đoạn này Nhà nước vẫn còn thực hiện việc bắt buộc các doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế phải mua TPCP căn cứ theo tỷ lệ % tính trên lợi nhuận ròng của đơn vị. Điều này đã tạo ra lợi thế rất lớn cho KBNN khi huy động vốn trái phiếu nhưng lại đi ngược lại qui luật cung cầu thực sự của thị trường vì doanh nghiệp dù hoàn toàn không có nhu cầu đầu tư và không xem TPCP là một hàng hóa nhưng vẫn phải bắt buộc mua TPCP. Tín phiếu, TPCP được phát hành trực tiếp qua KBNN chỉ giữ vai trò là công cụ huy động vốn chứ chưa thể hiện vai trò là hàng hóa quan trọng quyết định sự tồn tại và phát triển của TTTC quốc gia. Thiếu sự góp mặt của TPCP trên TTTT (ngắn hạn) và TTCK (chưa thành lập tại Việt Nam) thì có thể khẳng định thị trường trái phiếu ở Việt Nam đang ở trong giai đoạn khó khăn, chưa phát triển (thị trường trái phiếu phải là nơi thực hiện hoạt động mua và bán trái phiếu theo nguyên tắc tự nguyện chứ không thể đơn thuần chỉ thực hiện việc bán TPCP mà không có TTCK sơ cấp, thứ cấp và nghiệp vụ TTM để nhà đầu tư vừa có thể mua vừa có thể bán lại trái phiếu khi có nhu cầu để thu hồi vốn hoặc hưởng lợi từ chênh lệch giá của TPCP). Kinh nghiệm thành công

tại các quốc gia có TTTC phát triển như: Mỹ, Anh và khu vực Đông Á đã cho ta thấy rất rõ cần thiết phải tạo ra sự tập trung phát hành và giao dịch TPCP tại TTCK và tín phiếu ở TTTT.

Giai đoạn 1995-1999: KBNN đã phối hợp với NHNN tổ chức các phiên đấu thầu tín phiếu qua TTTT. Một phương thức phát hành TPCP (ngắn hạn) mới được hình thành bên cạnh phương thức phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN. Bắt đầu từ năm 1995, đã có sự cạnh tranh về tỷ trọng vay nợ giữa hai kênh phát hành nói trên. Mặc dù một kênh huy động vốn ngắn hạn còn một kênh là huy động vốn trung và dài hạn. Tỷ trọng vay nợ từ TPCP của hệ thống KBNN năm 1995 chiếm 97,77%; năm 1996 đạt 89,53% và năm 1997, 1998 đạt 76,19% và 64,64%. Có thể nhận thấy sự giảm sút liên tục về tỷ trọng vay nợ trực tiếp qua hệ thống KBNN. Điều này xuất phát từ hiệu quả đấu thầu tín phiếu qua TTTT.

Sang năm 1996, toàn bộ tín phiếu kho bạc đã được chuyển sang đấu thầu qua TTTT và ngưng phát hành trực tiếp tín phiếu kho bạc qua hệ thống KBNN. Đây là một bước ngoặt quan trọng đánh dấu sự ra đời của một kênh phát hành tín phiếu kho bạc hiệu quả qua TTTT, tạo điều kiện thuận lợi cho công cụ gián tiếp nghiệp vụ TTM hoạt động. Mặc dù tỷ trọng phát hành trái phiếu qua kênh KBNN đã giảm sút do đã chuyển giao toàn bộ tín phiếu sang đấu thầu qua TTTT. Tuy nhiên, trái phiếu, công trái phát hành trực tiếp qua KBNN vẫn còn chiếm giá trị rất lớn do vẫn là kênh độc quyền phát hành TPCP trung và dài hạn. Năm 1995 đạt 10.700 tỷ đồng, tăng 52,3 lần so với năm 1991; năm 1996 là 8.347 tỷ đồng, tăng 40,83 lần, do chuyển toàn bộ 976,4 tỷ đồng tín phiếu sang đấu thầu ở TTTT nên tốc độ tăng có thấp hơn năm 1995; năm 1997, 1998 và 1999 đạt kết quả 9.334 tỷ đồng, 7.332 tỷ đồng và 8.825 tỷ đồng với tốc độ tăng gấp 45,7 lần, 35,9 lần và 43,2 lần so với năm 1991. Khối lượng công trái, trái phiếu huy động qua KBNN vẫn chiếm giá trị rất lớn. Ở góc độ nào đó có thể nhận thấy giai đoạn này KBNN vẫn là kênh phát hành duy nhất TPCP, công trái để vay nợ. Huy động được khối lượng trái phiếu, công trái lớn

như trên vì chính sách lãi suất hấp dẫn hơn so với lãi suất bình quân trên TTTT (lãi suất bình quân/tháng của trái phiếu kho bạc > lãi suất bình quân/tháng tiền gửi ngân hàng năm 1995 là 1,7% > 1,4%; năm 1996 là 1,3% > 1,125%; năm 1997 ở mức 1% > 0,85%; năm 1998 ở mức 1,08% > 0,95%; năm 1999 là 0,95% > 0,75%) và mức độ rủi ro thấp của TPCP đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, Nhà nước đã đưa lãi suất trái phiếu, tín phiếu cao hơn so với lãi suất tiền gửi của ngân hàng vì mục tiêu huy động vốn cho NSNN nhưng đây lại là hành động đi ngược với qui luật của TTTT và không có sự phối hợp đồng bộ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa quốc gia. Việc lãi suất TPCP cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng gây ra nhiều khó khăn cho hệ thống ngân hàng trong việc huy động tiền gửi ngân hàng, gây áp lực buộc hệ thống ngân hàng phải nâng lãi suất tiền gửi lên để thu hút lượng tiền gửi, hành động tăng lãi suất này đã không thực hiện theo mức cung, cầu tiền tệ trên thị trường, gây ra xáo trộn trong thực thi chính sách tiền tệ quốc gia. Hơn nữa, tín phiếu kho bạc với mức rủi ro thấp nhất thì lãi suất cũng phải ở mức để hình thành lãi suất chuẩn trên thị trường nếu lãi suất cao hơn lãi suất tiền gửi thì tín phiếu kho bạc không thể hình thành lãi suất chuẩn trên TTTT.

Giai đoạn 2000-2006: Giai đoạn này Việt Nam đã sử dụng phương thức đấu thầu TPCP qua TTCK và bảo lãnh phát hành TPCP kết hợp với phương thức bán lẻ TPCP qua KBNN. Tuy nhiên, chưa có một định nghĩa như thế nào là bán lẻ TPCP qua KBNN trong các văn bản pháp qui hiện hành. Chúng ta chỉ có thể hiểu đơn giản là KBNN sẽ bán trực tiếp tại hệ thống kho bạc, không tổ chức đấu thầu, không có sàn giao dịch tại KBNN và không mua lại TPCP (trừ trường hợp đặc biệt sẽ chiết khấu TPCP khi có quyết định của Bộ Tài chính). Dù là kênh bán lẻ nhưng do phạm vi huy động được trải rộng ra toàn bộ hệ KBNN và thời gian huy động vốn kéo dài liên tục quanh năm, do đó, kết quả bán lẻ tổng kết được qua hệ thống KBNN từ năm 2000 – 2003 vẫn giữ con số kỷ lục so với hai phương thức phát hành mới đấu thầu

qua TTCK và bảo lãnh phát hành. Đặc biệt là đấu thầu TPCP qua TTCK mới thành lập chưa mang lại kết quả đáng kể như mong muốn.

KBNN vẫn giữ vị trí chủ chốt trong huy động vốn vay TPCP trung và dài hạn từ năm 2000 – 2003 dù công nghệ huy động vốn qua KBNN gần như chưa có sự thay đổi. Đây là một nghịch lý tại Việt Nam: một kênh bán lẻ nhưng lại huy động được khối lượng vốn cao hơn rất nhiều so với TTCK là nơi đấu thầu và mua bán TPCP. Nghịch lý này xuất phát từ những điều kiện khắt khe để trở thành thành viên tham gia đấu thầu hoặc bảo lãnh phát hành TPCP. Đặc biệt là do khả năng tài chính của nhà đầu tư bị giới hạn. Ngoài ra, do thị trường thứ cấp chuyển nhượng TPCP chưa hoạt động hiệu quả. Những thuận lợi về giao dịch TPCP tại KBNN và chiết khấu trái phiếu tại ngân hàng, cụ thể là: không cần mở tài khoản, không phải thông qua công ty chứng khoán, giảm chi phí khi mua và bán trái phiếu. Đó chính là nguyên nhân đưa những nhà đầu tư nhỏ, lẻ tập trung về KBNN để mua TPCP và chiết khấu trước hạn trái phiếu ở ngân hàng chứ không chuyển nhượng qua TTCK thứ cấp. Do đó, tổng số TPCP dù chỉ là bán lẻ ở KBNN nhưng vẫn vượt rất xa so với lượng trái phiếu đấu thầu qua TTCK. Giá trị trái phiếu bán lẻ năm 2000 đạt 10.977 tỷ đồng; năm 2001 ở mức 11.969 tỷ đồng; năm 2002 đạt 16.940 tỷ đồng; năm 2003 là 10.012 tỷ đồng; năm 2004 đạt 4.960 tỷ đồng. Tỷ trọng vay nợ qua kênh bán lẻ TPCP tại KBNN vẫn giữ tỷ trọng rất cao, đạt mức 65,17%, 68,37%, 63,87% qua các năm 2000, 2001 và 2002. Riêng năm 2003, 2004 phương thức bảo lãnh phát hành đạt kết quả khả quan đã đưa tỷ trọng vay nợ từ bảo lãnh phát hành tăng lên rất cao đạt 8.504 tỷ đồng năm 2003, tăng 17 lần so với kết quả năm 2000 và năm 2004 tăng lên 17,2 lần đạt mức 8.593 tỷ đồng. Điều này xuất phát từ những lợi ích kinh tế dành cho nhà bảo lãnh phát hành như đã nêu trên. Cũng ở giai đoạn 2003-2004, TTCK có dấu hiệu tăng trưởng nhất định, kết quả TPCP trúng thầu năm 2003 là 1.029 tỷ đồng; năm 2004 là 2.182, tỷ trọng vay nợ qua TTCK tăng từ 1,46% ở năm 2002 lên mức 2,9% năm 2003 và đạt 6,2% vào năm 2004 chỉ thấp hơn tỷ trọng vay nợ ở năm 2001

khoảng 1,41%. Kết quả này đã làm cho kết quả phát hành trực tiếp qua hệ thống kho bạc có phần giảm xuống còn 28,25% và 14,09% đây là tỷ trọng ở mức thấp nhất kể từ năm 1991.

Vào năm 2005 và 2006, đã có một sự dịch chuyển đáng kể về tỷ trọng vay nợ của hệ thống KBNN sang các phương thức đấu thầu qua TTCK và bảo lãnh phát hành. Đây chính là sự chuyển dịch mang tính tích cực cho thị trường TPCP Việt Nam. Bởi lẽ, qua sự phân tích các giai đoạn trước cho đến hết năm 2006 đã cho thấy bán lẻ TPCP qua hệ thống KBNN mang tính chất phân bổ hành chính, chưa xem TPCP như một hàng hóa trên thị trường, TPCP được bán lẻ với lãi suất quy định sẵn và hoàn toàn bán lẻ không thông qua đấu thầu cạnh tranh nên giá và lãi suất TPCP không hình thành theo quy luật cung cầu của thị trường trái phiếu và chưa do thị trường quyết định (đây chính là điểm khác biệt giữa thị trường TPCP Việt Nam và Mỹ. Tín phiếu kho bạc Mỹ được phát hành hết sức hiệu quả qua KBNN nhưng bằng hình thức đấu thầu cạnh tranh. KBNN Mỹ có sàn giao dịch và tổ chức các phiên đấu thầu cạnh tranh để bán TPCP. Lãi suất và giá cả tín phiếu kho bạc do thị trường quyết định chứ hoàn toàn không được quy định sẵn). Chính những điểm tồn tại này đã gây ra không ít cạnh tranh cho TTCK khi tổ chức đấu thầu TPCP cùng với các đợt bán lẻ TPCP qua KBNN. Kết quả bán lẻ TPCP qua KBNN năm 2005 và 2006 đã tiếp tục có sự giảm sút đáng kể chỉ đạt mức 2.500 tỷ, 2.200 tỷ đồng, giảm 2.460 tỷ và 2.760 tỷ đồng so với năm 2004. Sự sụt giảm đáng kể này cho thấy đã có sự cạnh tranh mạnh mẽ của các phương thức phát hành mới với hệ thống KBNN. Bảo lãnh phát hành trong thời gian này tiếp tục đạt kết quả cao với mức 9.945 tỷ, 12.241 tỷ đồng, tăng 1.352 tỷ, 3.648 tỷ đồng so với năm 2004. Đặc biệt, TTCK đã có sự phát triển mạnh mẽ so với giai đoạn trước đây và đã mở ra một thời kỳ mới với sự phát triển và hội nhập sâu sắc của TTCK Việt Nam. Kết quả TPCP đấu thầu năm 2005 và 2006 qua TTCK đạt mức 2.310 tỷ và 7.885 tỷ đồng, tăng 128 tỷ và 5.703 tỷ đồng so với năm 2004. KBNN đã trở thành phương thức phát hành TPCP chiếm tỷ trọng

thấp nhất ở mức 7,00% và 5,07% thấp hơn 3,98 lần và 5,6 lần so với bảo lãnh phát hành và năm 2006 với sự phát triển mạnh mẽ của TTCK với tỷ trọng vay nợ đạt mức kỷ lục qua 6 năm hoạt động là 18,19% cao gấp 3,6 lần so với phương thức bán lẻ qua KBNN. Đây chính là dấu hiệu chuyển biến tích cực của các phương thức phát hành TPCP mới. TTCK đã vượt qua thời kỳ khó khăn nhất khi mới thành lập và hoạt động để chuyển sang giai đoạn mới tiến tới củng cố và phát triển thị trường. Bài học từ các thị trường TPCP cho thấy để thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPCP đòi hỏi một sự phát triển mạnh mẽ từ TTCK. Như đã phân tích ở Chương 1, TPCP là một hàng hóa đặc biệt, đã là hàng hóa thì nhất thiết cần có một thị trường để không chỉ phát hành TPCP với mục đích vay nợ mà còn phải phục vụ nhu cầu đầu tư, chuyển nhượng hàng hóa của nhà đầu tư để phát triển TTCK. KBNN và bảo lãnh phát hành chỉ có thể thực hiện nhiệm vụ phát hành để huy động vốn vay chứ không thể thực hiện nhiệm vụ chuyển nhượng TPCP như TTCK thứ cấp. Nếu thị trường TPCP chỉ thực hiện việc phát hành trái phiếu cho những nhà đầu tư nắm giữ TPCP để nhận lãi suất mà hoàn toàn không có hoạt động chuyển nhượng mua, bán lại trái phiếu trên thị trường thì thị trường này chỉ đóng vai trò là thị trường sơ cấp thiếu hẳn sự kết hợp của thị trường thứ cấp. Khi đó, thị trường TPCP chỉ là một kênh phát hành TPCP để vay nợ cho Nhà nước chứ chưa phải là thị trường phục vụ nhu cầu đầu tư, chuyển nhượng TPCP và TPCP chưa thực sự là một hàng hóa trên thị trường do thị trường quyết định. Hơn nữa, kinh nghiệm học tập từ các nước có TTTC phát triển như Anh, Mỹ, Đông Á . . . cho thấy TTCK đóng vai trò là kênh chủ lực phát hành và chuyển nhượng TPCP một cách năng động và hiệu quả. TPCP là chứng khoán chủ chốt năng động tham gia vào TTCK và TTCK phát triển đã đem lại kết quả huy động trái phiếu một cách hiệu quả.

2.2.2. Thực trạng sử dụng phương thức đấu thầu tín phiếu kho bạc qua thị trường tiền tệ

Bảng 2.2: Kết quả đấu thầu tín phiếu kho bạc qua TTTT (1995 – 2006)

Năm	Giá trị dự kiến (tỷ đồng)	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Số phiên giao dịch (phiên)	Lãi suất bình quân (%/năm)
1995		243,6	4	17,6
1996		976,4	19	10,85
1997	4.190	2.917,5	37	10,5
1998	5.130	4.011	46	11,5
1999	4.400	3.011	46	8,03
2000	6.750	4.766	43	5,5
2001	8.550	3.955	46	5,4
2002	8.410	8.140	56	5,9
2003	18.000	15.901	51	5,87
2004	22.000	19.465	49	5,76
2005	-	20.901	59	6,02
2006	-	21.026	-	-
Cộng	77.430	105.313,5		

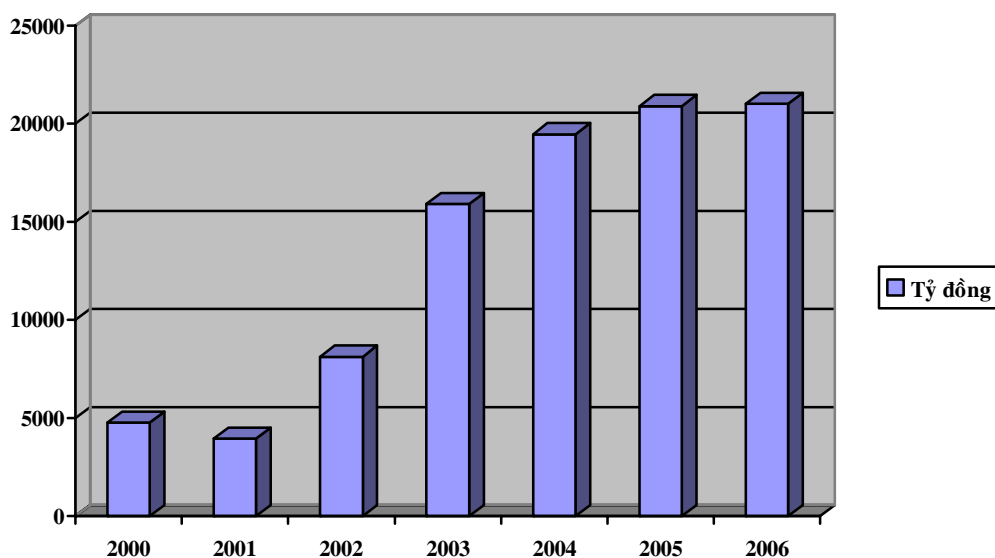
(Nguồn: NHNN [20], KBNN [13])

Bảng 2.3: Kết quả hoạt động thị trường trường mở (2000 – 2005)

Năm	Doanh số mua (tỷ đồng)	Doanh số bán (tỷ đồng)	Tổng doanh số giao dịch (tỷ đồng)	Tỷ trọng doanh số nghiệp vụ TTM/tổng doanh số cho vay của NHNN (%)
2000	1.152,19	450	1.702,19	-
2001	3.313,81	620	3.933,81	41

2002	7.245,53	1.700	8.945,53	44
2003	9.843,15	11.340	21.183,15	86
2004	60.985,91	950	61.935,91	-
2005	100.679,00	1.800	102.479	-

(Nguồn: NHNN [20], KBNN [13])



Hình 2.2: kết quả trúng thầu tín phiếu kho bạc 2000 – 2006

(Nguồn: NHNN [20], KBNN [13])

Giai đoạn 1995 – 1999: Đây là thời kỳ đầu thực hiện đấu thầu tín phiếu kho bạc qua TTTT. Vào năm 1995, NHNN thực hiện 4 phiên giao dịch, khối lượng trúng thầu đạt 243,5 tỷ đồng, lãi suất bình quân 17,6%/năm, chiếm tỷ trọng 2,23% so với tỷ trọng của kho bạc là 97,7% dù đây là tỷ trọng phát hành khiêm tốn so với phát hành TPCP qua hệ thống KBNN. Tuy nhiên, đây là năm đầu tiên thực hiện và NHNN chỉ mới thực hiện 4 phiên đấu thầu nên tỷ trọng phát hành qua thị trường ngân hàng đã dự báo một triển vọng phát triển của kênh phát hành này trong tương lai.

Các năm tiếp theo 1996, 1997, 1998 và 1999, tín phiếu kho bạc đã được chuyển toàn bộ sang đấu thầu qua TTTT, chấm dứt phát hành trực tiếp tín phiếu kho

bạc qua KBNN. Kết quả trúng thầu tín phiếu kho bạc qua TTTT đã có tốc độ tăng trưởng mạnh và tỷ trọng vay nợ ngày càng cao. Sau 19 phiên đấu thầu, khối lượng trúng thầu năm 1996 đạt 976,4 tỷ đồng tăng gấp 4 lần so với năm 1995, lãi suất bình quân có chiều hướng giảm ở mức 10,85%/năm, tỷ trọng vay nợ 10,47% tăng 4,7 lần so với năm 1995. Năm 1997 thực hiện 37 phiên đấu thầu, giá trị mời thầu 4.190 tỷ đồng và giá trị trúng thầu đạt 2.917,5 tỷ đồng gấp 11,98 lần, tỷ trọng vay nợ đạt 23,81% gấp 10,68 lần so với năm 1995, lãi suất bình quân ở mức 10,5%/năm. Sang năm 1998, với 46 phiên đấu thầu, kết quả trúng thầu là 4.011 tỷ đồng chiếm 78,19% giá trị mời thầu, kết quả trúng thầu gấp 16,47 lần và tỷ trọng vay nợ chiếm 35,86% tăng 16,08 lần so với năm 1995, lãi suất bình quân 11,5%/năm. Năm 1999 số phiên đấu thầu là 46 phiên, giá trị mời thầu là 4.400 tỷ đồng, giá trị trúng thầu gấp 12,36 lần giá trị trúng thầu năm 1995 đạt mức 3.011 tỷ đồng, tỷ trọng vay nợ chiếm 25,44% so với năm 1995 và lãi suất bình quân 8,03%/năm.

Mặc dù không tránh khỏi những khó khăn ở thời kỳ đầu hoạt động như: khối lượng thành viên tham gia đấu thầu chủ yếu là các ngân hàng thương mại quốc doanh có tiềm lực về vốn nói chung và vốn khả dụng nói riêng, tốc độ thanh toán qua các phiên đấu thầu còn chậm, NHNN phải đảm nhiệm việc vay nợ ngắn hạn để bù đắp thâm hụt NSNN tạm thời qua các phiên đấu thầu, nghiệp vụ TTM chưa được thực hiện để điều tiết vốn khả dụng các ngân hàng thương mại, tăng tính thanh khoản của tín phiếu và góp phần thúc đẩy sự phát triển thị trường đấu thầu tín phiếu do chưa có TTM. Tuy nhiên, tín phiếu kho bạc đã thực sự trở thành hàng hóa quan trọng quyết định sự tồn tại và phát triển của thị trường đấu thầu tín phiếu qua TTTT, làm hàng hóa chủ chốt tham gia và phát triển nghiệp vụ TTM tạo ra công cụ điều hành gián tiếp chính sách tiền tệ quốc gia. Hơn nữa, công nghệ tiên tiến, hiện đại của hệ thống ngân hàng so với KBNN, từng bước thực hiện các phiên đấu thầu chuyên nghiệp, đấu thầu tín phiếu qua TTTT đã hình thành một kênh chuyển vốn hiện đại với tốc độ huy động vốn nhanh và chi phí đấu thầu lẫn lãi suất trúng

thầu thấp hơn so với phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN. Với khối lượng trúng thầu liên tục gia tăng đã đưa tỷ trọng vay nợ gia tăng qua các năm, đấu thầu tín phiếu kho bạc qua TTTT đã trở thành kênh huy động vốn đầy triển vọng trong thời kỳ tới và khẳng định khả năng hoàn toàn có thể đảm nhận vai trò huy động vốn ngắn hạn cho NSNN, chấm dứt việc huy động thông qua hệ thống KBNN, đưa tín phiếu kho bạc thực sự trở thành hàng hóa chủ lực trên TTTT.

Giai đoạn 2000 – 2006: TPCP vẫn tiếp tục được phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN, tín phiếu kho bạc được đấu thầu qua TTTT và hai phương thức phát hành mới được chính thức đưa vào hoạt động đó là: đấu thầu qua TTCK và bảo lãnh phát hành. Cơ cấu vay nợ qua phát hành TPCP ngắn, trung và dài hạn giữa các phương thức phát hành đã có những bước chuyển biến tích cực trên bước đường cạnh tranh huy động vốn mạnh mẽ ở những kênh phát hành này. Đây là giai đoạn phát triển thăng hoa của thị trường phát hành tín phiếu qua TTTT. TTTT đã đạt được kết quả đấu thầu tín phiếu rất cao ngoài dự đoán. Các phiên đấu thầu được tổ chức chuyên nghiệp, thường xuyên, đều đặn mỗi tuần một phiên giao dịch. Khối lượng tín phiếu trúng thầu tăng liên tục từ 4.766 tỷ đồng năm 2000 và 3.955 tỷ đồng ở năm 2001 lên 8.140 tỷ đồng năm 2002, 15.901 tỷ đồng trong năm 2003, 19.465 tỷ đồng năm 2004, 20.091 tỷ đồng ở năm 2005 và đạt được kết quả kỷ lục 21.026 tỷ đồng sau 12 năm hoạt động. Kết quả trúng thầu tín phiếu kho bạc tăng liên tục từ năm 2001 đến năm 2006. Tốc độ tăng đạt tỷ lệ rất cao ở mức 105,82% (2001-2002); 95,35% (2002-2003); 22,41% (2003-2004); 7,38% (2004-2005) và 0,60% (2005-2006). Mặc dù tốc độ đã giảm xuống ở các năm 2005, 2006 nhưng khối lượng tín phiếu trúng thầu vẫn tăng lên liên tục với khối lượng năm sau cao hơn năm trước.

Đấu thầu tín phiếu qua TTTT đã thực sự trở thành phương thức phát hành hiệu quả nhất so với các phương thức phát hành khác với khối lượng huy động và tốc độ tăng trưởng đều đặn. Tỷ trọng vay nợ năm 2000 đạt 28,3% và 2001 ở mức 22,59%, thực hiện 43 phiên đấu thầu giá trị dự kiến 6.750 tỷ, giá trị trúng thầu là

4.766 tỷ đạt 70,6%, lãi suất bình quân 5,5%/năm ở năm 2000 và 46 phiên đấu thầu năm 2001 có giá trị dự kiến 8.550 tỷ, giá trị trúng thầu đạt 3.955 tỷ đạt 46,26%, lãi suất trúng thầu đã bám sát lãi suất thị trường, dao động từ 5% - 5,8% đạt mức bình quân 5,4%/năm. Giá trị tín phiếu trúng thầu năm 2001 thấp hơn so với giá trị trúng thầu năm 2000 là 811 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng giảm 17,02% so với năm 2000.

Từ tháng 07/2000 đến 31/12/2001, NHNN đã thực hiện được 64 phiên đấu thầu nghiệp vụ TTM với 24 phiên đấu thầu lãi suất và 40 phiên đấu thầu về khối lượng. Thời gian đầu tần suất giao dịch là 10 ngày/phiên tính theo ngày làm việc. Từ phiên 14 trở đi, vào ngày 20/11/2000, thực hiện với tần suất 1 tuần/phiên vào ngày thứ tư hàng tuần. Việc tổ chức giao dịch 1 tuần/phiên đã giúp cho các tổ chức tín dụng chủ động điều chỉnh kịp thời, linh hoạt vốn khả dụng. Năm 2000 thực hiện 16 phiên đấu thầu nghiệp vụ TTM với tổng doanh số giao dịch là 1.702,19 tỷ đồng; trong đó trị giá mua đạt 1.152,19 tỷ đồng, trị giá bán chỉ ở mức 450 tỷ. Riêng năm 2001, NHNN đã tăng định kỳ tổ chức các phiên giao dịch lên 2 phiên/tuần vào thứ ba và thứ năm hàng tuần. Ngoài ra, để đáp ứng kịp thời vốn khả dụng cho tổ chức tín dụng, NHNN đã tổ chức các phiên đấu thầu đột xuất theo ngày, cá biệt 2 phiên/ngày trong thời gian giáp Tết Nguyên đán. Việc tổ chức các phiên giao dịch đột xuất đã hỗ trợ kịp thời các tổ chức tín dụng khắc phục khó khăn về thiếu hụt vốn khả dụng, đảm bảo khả năng thanh toán, chi trả, chủ động thường xuyên tiếp cận với thị trường khi có nhu cầu và đảm bảo ổn định TTTT. Thời hạn thanh toán và giao nhận các giấy tờ có giá ngắn hạn giữa các tổ chức tín dụng rút xuống còn 01 ngày so với trước là 02 ngày nhằm gia tăng tốc độ thanh toán, giao nhận trên thị trường. TTM năm 2001 đã tổ chức 48 phiên đấu thầu, tổng giá trị giao dịch đạt 3.933,81 tỷ đồng, trong đó: chủ yếu thực hiện mua có kỳ hạn 3.313,81 tỷ đồng; bán có kỳ hạn 150 tỷ đồng; bán hẫng 470 tỷ và mua hẫng 60 tỷ đồng. Hoạt động của nghiệp vụ TTM được thực hiện trên cơ sở dự báo vốn khả dụng của các ngân hàng thương mại, NHNN sử dụng nghiệp vụ TTM như một công cụ gián tiếp để điều tiết vốn khả dụng của hệ thống

ngân hàng theo hướng thu tiền về hoặc bơm tiền ra lưu thông trên cơ sở cung-cầu của thị trường. Trong giai đoạn này, thông qua nghiệp vụ TTM, NHNN chủ yếu thực hiện mua lại tín phiếu cung ứng 5.000 tỷ đồng tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng mở rộng đầu tư tín dụng và đã góp phần thực hiện chủ trương kích cầu của Chính phủ. Khi tham gia TTM, các tổ chức tín dụng đã bán lại hoặc mua tín phiếu qua đấu thầu để chuyển hóa giấy tờ có giá thành tiền hoặc ngược lại nhằm điều tiết vốn khả dụng như mong muốn. Tuy chỉ mới được hoạt động từ tháng 07/2000, nhưng công cụ nghiệp vụ TTM đã tỏ ra có hiệu quả trong việc điều hành chính sách tiền tệ, chất lượng đã được nâng lên rõ rệt; việc dự báo vốn khả dụng ngày càng sát với nhu cầu mua và bán của thị trường; lãi suất đấu thầu luôn dao động bám sát với lãi suất thị trường. Việc thực hiện nghiệp vụ TTM đã đánh dấu một bước chuyển biến hết sức quan trọng trong điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, từ sử dụng công cụ trực tiếp sang sử dụng các công cụ gián tiếp theo tín hiệu của thị trường, phù hợp với thông lệ quốc tế. Tuy nhiên, thành viên tham gia TTM và đấu thầu tín phiếu chủ yếu vẫn là các ngân hàng thương mại, thiếu sự tham gia của các tổ chức đầu tư chứng khoán, điều này cho thấy chưa có mối quan hệ liên thông giữa thị trường vốn trung và dài hạn, thị trường vốn ngắn hạn. Nhà đầu tư chứng khoán không tham gia TTTT (trong khi ngân hàng thương mại thường xuyên tham gia thị trường chứng khoán) để chuyển đổi từ vốn dài hạn sang ngắn hạn hoặc ngược lại theo nguyên tắc bình thông nhau giữa TTTT và TTCK như ở các quốc gia có TTTC phát triển.

Năm 2002, thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc hoạt động linh hoạt và có hiệu quả hơn rất nhiều so với các năm trước đó. Đây có thể xem là năm khởi đầu cho sự phát triển thần kỳ của thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc. TTTT không chỉ hoàn thành nhiệm vụ huy động vốn ngắn hạn cho ngân sách mà tín phiếu kho bạc còn trở thành hàng hóa hấp dẫn đưa đến hoạt động hết sức sôi nổi và hiệu quả của thị trường đấu thầu và TTM. Giá trị mời thầu 8.410 tỷ thấp hơn so với năm 2001. Nhưng kết quả trúng thầu lại đạt mức 8.140 tỷ đồng cao gấp 2,06 lần so với năm

2001, lãi suất bình quân là 5,9%/năm. Tỷ trọng vay nợ so với tỷ trọng vay nợ qua các kênh KBNN, bảo lãnh phát hành và TTCK tăng lên đạt mức cao nhất qua 8 năm hoạt động là 30,69%. Đây thực sự là kết quả ngoài dự đoán. Thị trường đấu thầu tín phiếu đã bắt đầu phát huy hiệu quả hoạt động. Các phiên đấu thầu tổ chức nhịp nhàng, liên tục và đều đặn mỗi tuần một phiên đấu thầu. Kết quả ấn tượng nhờ vào tác động rất tích cực của nghiệp vụ TTM. Thị trường đấu thầu tín phiếu đã cung cấp hàng hóa quan trọng, chủ chốt cho TTM. Ngược lại, hoạt động hiệu quả và sôi động của TTM lại thúc đẩy sự phát triển của thị trường đấu thầu. Thị trường đấu thầu và TTM đã hình thành mối liên hệ cần thiết và không thể tách rời nhằm thúc đẩy sự phát triển hoàn thiện của thị trường tín phiếu. Năm 2002, số thành viên nghiệp vụ TTM lên đến 22 thành viên, tăng thêm 04 thành viên so với khi mới khai trương hoạt động. Nghiệp vụ TTM đã hoạt động hết sức ổn định và bền vững với qui mô và doanh số hoạt động ngày càng tăng.

Sau hai năm đi vào hoạt động, nghiệp vụ TTM đã hoạt động rất ổn định và NHNN đã gặt hái được những thành công bước đầu trong việc đưa một công cụ gián tiếp mới vào điều hành chính sách tiền tệ, để điều tiết nguồn vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng. Tổng trị giá giao dịch đạt 8.945,53 tỷ đồng; trong đó: NHNN đã mua lại 7.245,53 tỷ đồng và trị giá bán đạt 1.700 tỷ đồng. Vẫn như hai năm trước, hoạt động chủ yếu của TTM vẫn là chủ yếu tập trung mua giấy tờ có giá để bơm tiền ra, chiếm tỷ lệ 81%, trong khi năm 2000 và 2001 tỷ lệ này là 67,67% và 84,24%. Điều này cho thấy nghiệp vụ TTM đã chính thức trở thành kênh cung ứng vốn quan trọng của NHNN để thực thi chính sách tiền tệ. Điều này để hiện rất rõ khi nhu cầu chi tiêu của các tổ chức, cá nhân tăng vọt ở giai đoạn giáp Tết Nguyên đán đưa đến nhu cầu rút tiền gửi tăng vọt. Việc rút tiền gửi tăng vọt đột biến đã gây áp lực làm giảm nhanh chóng nguồn vốn khả dụng tại các tổ chức tín dụng. Trước tình trạng vốn khả dụng bị thiếu hụt, nhu cầu vay vốn trên TTTT lại tăng cao vào đầu năm dương lịch, trong khi cung ứng về tiền đồng trên thị trường rất hạn chế. Sự

chênh lệch giữa cung và cầu ở TTTT đã làm lãi suất cho vay gia tăng nhưng vẫn không đủ vốn khả dụng để cho vay, đưa nhiều tổ chức tín dụng vào tình trạng khó khăn trong việc đảm bảo khả năng chi trả cho khách hàng. Khi đó nghiệp vụ TTM đã can thiệp kịp thời để khắc phục tình trạng khó khăn này. Các phiên giao dịch cuối năm với trị giá mua vào lớn gần 1.400 tỷ đồng, 3 phiên giao dịch cuối tháng 01 đầu tháng 02 đã gia tăng nguồn vốn khả dụng cho các tổ chức tín dụng, góp phần giảm gia tăng lãi suất và bảo đảm khả năng chi trả, thanh toán và cho vay của các ngân hàng.

Nghiệp vụ TTM đã giữ vai trò như một công cụ “van an toàn” của TTTT, giảm thiểu rủi ro về tính thanh khoản của tín phiếu nhà đầu tư nắm giữ. Tín phiếu là khoản dự trữ các loại chuẩn tiền tệ để đảm bảo an toàn cho hệ thống ngân hàng thương mại. Ngoài việc dự trữ an toàn, dự trữ tín phiếu sẽ sinh lợi và đồng thời làm giảm dự trữ bằng tiền mặt không sinh lợi. Trong trường hợp khan hiếm vốn khả dụng, có thể cấp tốc lấy tín phiếu làm vật đảm bảo để vay các ngân hàng bạn hay vay NHNN để đối phó kịp thời. Một mình NHTƯ không thể ứng phó với việc đảm bảo an toàn tiền gửi cho người dân mà phải có sự tham gia của Bộ Tài chính trong việc cung ứng tín phiếu, trái phiếu cho TTM. TTM là nơi để các tổ chức tín dụng đầu tư và cân đối vốn khả dụng theo nhu cầu thị trường. Khi thừa vốn khả dụng, tổ chức tín dụng có thể tham gia đầu tư mua vào trên thị trường. Ngược lại, để đối phó khó khăn vì thiếu hụt vốn khả dụng, đảm bảo an toàn thanh toán, chi trả khi thị trường có biến động lớn thì tổ chức tín dụng có thể bán ra tín phiếu để tăng nguồn vốn khả dụng cần thiết qua nghiệp vụ TTM. Thị trường tín phiếu chỉ có thể hoạt động sôi nổi, hiệu quả và phát triển bền vững nếu như có sự phát triển đồng bộ giữa thị trường sơ cấp (đấu thầu) và thị trường thứ cấp (TTM). Điều này thì TTTT Việt Nam đã thực hiện rất thành công qua kết quả mà thị trường đấu thầu tín phiếu và TTM đã đạt được.

Năm 2003, đấu thầu tín phiếu đã đạt được một kết quả to lớn với tổng trị giá trúng thầu lên đến 15.901 tỷ đồng tăng gấp 1,95 lần so với năm 2002, tỷ lệ trúng thầu đạt 88,34% so với trị giá mời thầu. Mức tín phiếu trúng thầu thậm chí đã vượt xa trị giá trái phiếu bán lẻ tại KBNN là 5.889 tỷ đồng, trị giá trái phiếu trúng thầu qua TTCK là 14.872 tỷ và bảo lãnh phát hành là 7.397 tỷ đồng. Đã có 51 phiên đấu thầu được tổ chức trong năm 2003. Kết quả trúng thầu 15.901 tỷ đồng là kết quả trúng thầu cao nhất đạt được kể từ năm 1994. Kết quả đạt được ngoài dự kiến tăng gần gấp 2 lần kết quả trúng thầu năm 2002, gấp 4 lần kết quả năm 2001. Nghiệp vụ TTM dù chỉ sau 3 năm hoạt động nhưng đã được củng cố và hoàn thiện thị trường để đạt được kết quả phát triển cao nhằm góp phần nâng cao hiệu quả của công cụ nghiệp vụ TTM trong ổn định TTTT. Giao dịch trên TTM tiếp tục duy trì hai phương thức là mua có kỳ hạn và bán hẫp. Số phiên giao dịch của TTM lên đến 100 phiên, tổng trị giá giao dịch đạt 21.183,15 tỷ đồng, trong đó khối lượng giấy tờ có giá NHNN mua kỳ hạn là 9.843,15 tỷ đồng, bán hẫp là 11.340 tỷ đồng. Như vậy đã có xu hướng chuyển đổi theo sự thay đổi của TTTT. Nếu các năm trước tập trung giao dịch mua giấy tờ có giá thì năm 2003, ngoài khối lượng giao dịch mua đã chuyển sang giao dịch bán giấy tờ có giá. Tức là TTM đã không chỉ cung ứng vốn khả dụng cho hệ thống ngân hàng thương mại mà còn giúp các ngân hàng thương mại đầu tư 11.340 tỷ đồng vốn khả dụng vào các giấy tờ có giá ngắn hạn, tăng khả năng sinh lời và tối ưu hóa nguồn vốn trong kinh doanh phù hợp với thông lệ ngân hàng trên thế giới. Thể hiện rõ nét sự phát triển đỉnh cao và đồng bộ giữa thị trường đấu thầu và nghiệp vụ TTM.

Năm 2004, thị trường đấu thầu tín phiếu và TTM đạt kết quả rất cao sau 10 năm đi vào hoạt động. Thị trường đấu thầu tín phiếu đã có 47 thành viên, trong đó: có 5 ngân hàng thương mại Nhà nước, 18 ngân hàng thương mại cổ phần; 4 ngân hàng liên doanh, 13 chi nhánh ngân hàng nước ngoài, 6 tổ chức bảo hiểm và quỹ tín dụng trung ương. Điều này đã thể hiện một sự gia tăng đáng kể thành viên được cấp

giấy chứng nhận tham gia thị trường sau 10 năm. Đây là một dấu hiệu khả quan thể hiện sự phát triển, lớn mạnh của thị trường đấu thầu tín phiếu qua ngân hàng. Song, thực tế cho thấy các thành viên chủ chốt tham gia đấu thầu và trúng thầu tín phiếu chủ yếu tập trung vào các ngân hàng thương mại nhà nước, còn các thành viên còn lại do nguồn vốn nhỏ hoặc vốn khả dụng còn hạn chế nên ít tham gia hoặc tham gia nhưng không trúng thầu. Tổng trị giá trúng thầu tín phiếu qua thị trường đấu thầu đạt con số kỷ lục 19.465 tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 88,48% so với trị giá mời thầu là 22.000 tỷ đồng. Con số trúng thầu đã vượt 1,22 lần trị giá trúng thầu ở năm 2003 từng được đánh giá là trị giá trúng thầu ngoài dự kiến. Tiếp tục nâng cao tỷ trọng vay nợ từ 44,86% năm 2003 lên mức 55,30%, trong khi đó tỷ trọng vay nợ qua kho bạc chỉ chiếm 14,09%, TTCK là 6,2% và bảo lãnh phát hành là 24,41%.

TTM năm 2004 đã chính thức thực hiện 117 phiên giao dịch. Bắt đầu từ tháng 11/2004, giao dịch nghiệp vụ TTM đã thực hiện định kỳ 3 phiên/tuần. Từ ngày 15/12/2004, NHNN đã bắt đầu áp dụng công nghệ trang Web trong giao dịch nghiệp vụ TTM, cho phép các thành viên kết nối trực tuyến với NHNN, không phải đầu tư máy chủ, tiết kiệm chi phí đầu tư khi tham gia nghiệp vụ này. Các phiên giao dịch từ đầu tháng 9 đến tháng 12 luôn có kết quả trúng thầu, trị giá trúng thầu dao động từ 256 tỷ đến 1.000 tỷ đồng, đặc biệt có một số phiên trị giá trúng thầu lên đến 1.200, 1.500 tỷ đồng. Trị giá giấy tờ có giá NHNN đã bán năm 2004 là 950 tỷ đồng so với khối lượng dự kiến là 5.100 tỷ đồng; trị giá giấy tờ có giá ngắn hạn NHNN đã mua vào lên đến 49.600 tỷ đồng, so với dự kiến là 56.736 tỷ đồng. Năm 2005, doanh số mua vào đạt 100.679 tỷ đồng, doanh số bán ra đạt 1.800 tỷ đồng, tổng doanh số giao dịch đạt 102.479 tỷ đồng. Khối lượng giao dịch trong từng phiên cũng ngày càng tăng lên đạt 649 tỷ đồng/phiên ở năm 2005. Năm 2005, hàng hóa giao dịch trên thị trường đã được đa dạng hơn trước ngoài tín phiếu kho bạc còn có sự tham gia của công trái giáo dục, trái phiếu kho bạc. Năm 2005 có khối lượng trúng thầu và cung ứng vốn lớn nhất so với các năm trước, cao gấp 1,5 lần so với năm 2004 có khối

lượng trúng thầu 60.935,91 tỷ đồng, gấp 6 lần so với năm 2003 với khối lượng trúng thầu 14.428 tỷ đồng và cao hơn 60 lần khối lượng trúng thầu ở năm 2002 chỉ ở mức 1.700 tỷ đồng. Thông qua nghiệp vụ mua giấy tờ có giá ngắn hạn, NHNN đã cung ứng khối lượng tiền kỹ lục cho các thành viên tham gia để đáp ứng nhu cầu khan hiếm vốn khả dụng, có điều kiện mở rộng hoạt động tín dụng. Do mức độ khan hiếm vốn khả dụng cao, các ngân hàng đã tham gia bán lại giấy tờ có giá để giải quyết nhu cầu khan hiếm vốn khả dụng, chấp nhận mức lãi suất thấp để thu tiền nhằm giải quyết nhu cầu cho vay và thanh toán của đơn vị. Xu hướng này một mặt cho thấy nghiệp vụ TTM thực sự có hiệu quả trong việc tác động vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng, chủ động thu hút tiền về hoặc bơm tiền ra lưu thông, mặt khác TTM còn tạo sức hấp dẫn cho hệ thống ngân hàng thương mại trong việc năng động và linh hoạt trên TTTT.

Vào năm 2005 và 2006, thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc đã tăng trưởng và đạt kết quả kỷ lục sau 12 năm hoạt động. Số phiên đấu thầu năm 2005 là 59 phiên, tổng khối lượng trúng thầu đạt 20.901 tỷ đồng. Lãi suất trúng thầu đã phản ánh diễn biến lãi suất trên thị trường theo chiều hướng gia tăng. Các phiên đấu thầu đầu năm 2005 lãi suất dao động khoảng 5,9%/năm, giữa năm lãi suất đã có chiều hướng tăng lên và dao động ở mức 6,15% và tính đến cuối năm mức lãi suất trúng thầu tăng lên có phiên giao dịch đạt 6,30% theo đúng sự biến động của lãi suất thị trường. Năm 2006 kết quả trúng thầu tín phiếu đạt mức kỷ lục 21.026 tỷ đồng. Tỷ trọng vay nợ chiếm 58,53% năm ở 2005 và chiếm 48,50% năm 2006. Đấu thầu tín phiếu kho bạc qua TTTT vẫn là phương thức phát hành có tỷ trọng vay nợ và hiệu quả trúng thầu cao nhất. Tổng giá trị tín phiếu kho bạc trúng thầu ở năm 2006 cao hơn 9,55 lần TPCP bán lẻ qua KBNN, cao hơn 2,67 lần TPCP trúng thầu qua TTCK và cao hơn 1,7 lần TPCP bảo lãnh phát hành. Như vậy, hai phương thức bảo lãnh phát hành và đấu thầu TPCP qua TTCK cũng đã có nhiều tiến bộ và phát triển mạnh

mẽ giống như phương thức đấu thầu tín phiếu qua TTTT để góp phần thúc đẩy sự phát triển thị trường TPCP Việt Nam.

Qua 12 năm hoạt động, thị trường đấu thầu tín phiếu đã đánh dấu sự ra đời và hoạt động hết sức hiệu quả của một kênh chu chuyển vốn mới. TTTT đã đảm nhận xuất sắc nhiệm vụ đấu thầu và chuyển nhượng tín phiếu qua thị trường đấu thầu và TTM. Sự giảm sút kết quả phát hành TPCP qua KBNN mỗi năm bắt đầu đánh dấu việc chuyển giao toàn bộ tín phiếu kho bạc cho kênh TTTT đấu thầu và một phần đáng kể trái phiếu cho TTCK và bảo lãnh phát hành. KBNN đã không còn là kênh phát hành TPCP chủ lực như giai đoạn trước. Đây là bước dịch chuyển phù hợp với qui luật phát triển, một khi thị trường đấu thầu TPCP phát triển mạnh thì tất yếu thị trường phát hành trực tiếp qua KBNN sẽ suy giảm bởi áp lực cạnh tranh. Hay nói cách khác là gánh nặng tiêu thụ TPCP ngắn hạn qua hệ thống KBNN đã giảm đi. Hơn nữa, nếu chỉ tập trung cơ cấu phát hành chủ lực cho một phương thức huy động vốn truyền thống thì không thể hiện được sự phát triển mạnh của thị trường vốn quốc gia. Về mặt lý luận, tín phiếu là loại TPCP huy động vốn ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu tạm thời, cấp bách nguồn chi trả nợ và lãi vốn đã có sẵn trong năm. Do đó, phát hành tín phiếu cần phải đảm bảo tốc độ huy động vốn nhanh nhất và mức chi phí thấp nhất. Về mặt này, thì đấu thầu qua TTTT vượt trội hơn rất nhiều so với phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN. Toàn bộ chi phí tổ chức đấu thầu, thanh toán tín phiếu kho bạc, trái phiếu ngoại tệ là 0,05% trên giá trị tín phiếu, trái phiếu ngoại tệ. Trong khi đó, chi phí bán lẻ TPCP trung và dài hạn qua KBNN là 0,5%, đấu thầu qua TTCK và bảo lãnh phát hành là 0,15%. Ở góc độ thực tiễn, kết quả đấu thầu tín phiếu qua TTTT luôn tăng cao qua từng năm với những con số đầy ấn tượng. Qua TTTT đã mở ra một kênh huy động vốn với chi phí thấp, tốc độ huy động nhanh cho NSNN. Doanh số và tỷ lệ tín phiếu kho bạc phát hành dưới phương thức đấu thầu qua TTTT và giao dịch trên TTM tăng liên tục qua từng năm.

Bên cạnh đó, thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc đã trở thành nơi cung cấp hàng hóa chủ yếu cho các giao dịch nghiệp vụ tiền tệ giữa NHNN Việt Nam với các ngân hàng thương mại nhất là nghiệp vụ TTM. Nghiệp vụ TTM đã trở thành một trong những công cụ gián tiếp góp phần thực thi chính sách tiền tệ quốc gia. Điều này phù hợp với xu thế phát triển thị trường và thông lệ quốc tế. Có thể đánh giá đến thời điểm này, thị trường đấu thầu tín phiếu qua TTTT hoàn toàn có đủ khả năng phát hành toàn bộ khối lượng tín phiếu kho bạc để bù đắp bội chi NSNN tạm thời trong năm mà không cần thiết phải duy trì kênh phát hành tín phiếu qua hệ thống KBNN nữa. Việc chuyển giao cơ cấu phát hành một cách toàn bộ như vậy vừa mang lại một phương thức phát hành tín phiếu kho bạc mới và đầy hiệu quả qua TTTT vừa đảm bảo giảm bớt gánh nặng nhiệm vụ cho hệ thống KBNN, duy trì phương thức phát hành hiệu quả, hiện đại trên thị trường.

2.2.3. Thực trạng sử dụng phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán

Bảng 2.4: Kết quả đấu thầu TPCP qua TTCK (2000 – 2006)

Năm phát hành	Loại hình TPCP	Giá trị mời thầu (tỷ đồng)	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Lãi suất trúng thầu BQ/năm	Số thành viên tham dự BQ/phiên
	I. TPCP do KBNN phát hành		14.376,7		
2000		1.300	600	6,55%	< 5
2001		3.400	1.333	7,35%	1-2
2002		1.800	231	7,95%	1-2
2003		2.400	672	8,35%	5
2004		3.000	1420,7	8,45%	< 2

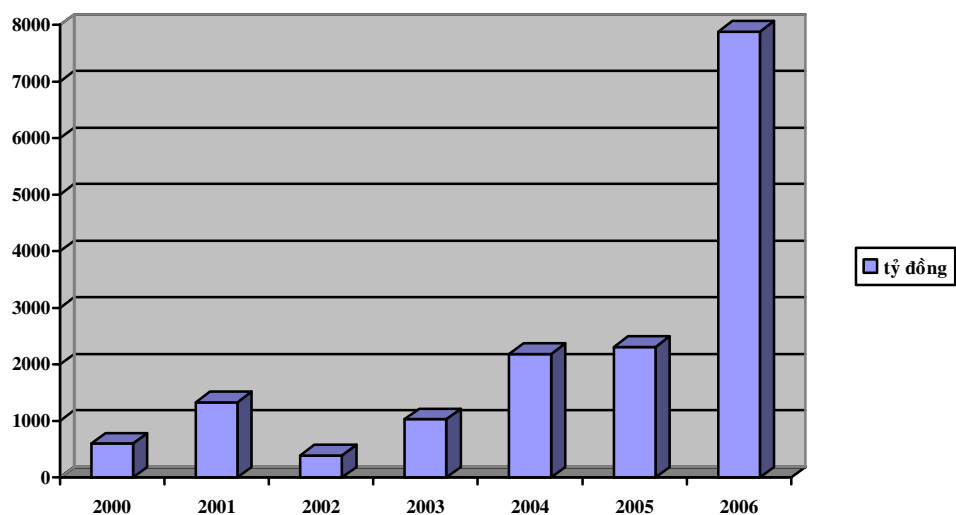
2005			2.235	8,75%	> 2
2006			7.885	8,42%	> 4
	II. TPCP do Quỹ Hỗ Trợ Phát Triển phát hành		1.404		
2002		600	155	8,1%	<2
2003		400	357	9,4%	<2
2004		2.925	762	9,4%	>2
2005			130	8,85%	>3
2006			0		
	Tổng cộng		15.780,7		

(Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM [36], KBNN [13])

Bảng 2.5: Kết quả phát hành TPCP qua bảo lãnh (2000 – 2006)

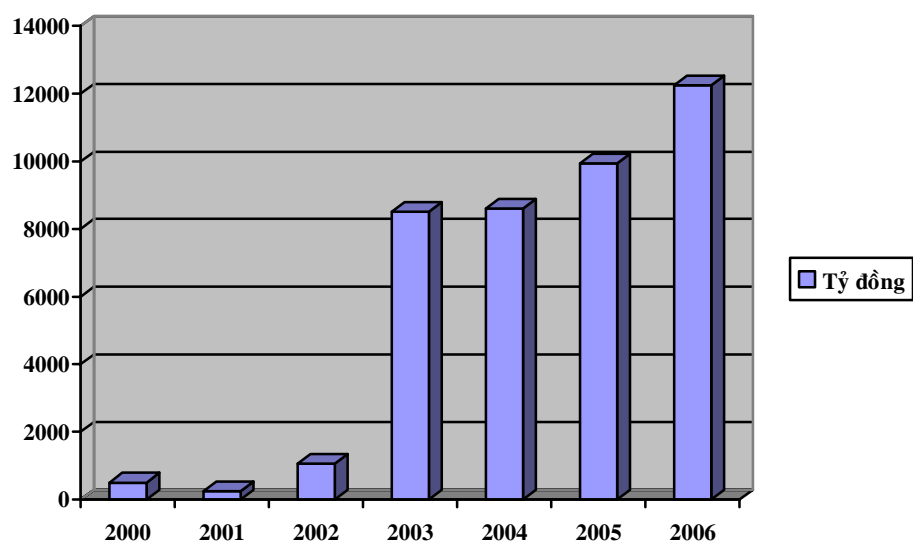
Năm	Khối lượng (Tỷ đồng)	Kỳ hạn (Năm)	Lãi suất (%/năm)
2000	500	5	6,5-6,6
2001	250	5	7,0-7,35
2002	1056	10;15	8,1-9,18
2003	8.504	2;5;10;15	7,8-9,7
2004	8.593	2;5;10;15	8,35-8,5
2005	9.945	5;10;15	
2006	12.241	5;10;15	

(Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM [36], KBNN [13])



Hình 2.3: Kết quả trúng thầu TPCP qua TTCK 2000 – 2006

(Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM [36], KBNN [13])



Hình 2.4: Kết quả bảo lãnh TPCP 2000 – 2006

(Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM [36], KBNN [13])

Tính từ khi mới đi vào hoạt động cho đến 31/12/2006, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội đã thực hiện trên 150 phiên đấu thầu TPCP. Tổng trị giá TPCP trúng thầu qua TTCK giai đoạn này đạt 15.780,7 tỷ đồng. Đây là

giai đoạn TTCK mới được thành lập và đi vào hoạt động ở Việt Nam. Do đó, TTCK đã gặp phải không ít những khó khăn cần phải nghiên cứu để từng bước khắc phục nhằm phát triển TTCK trở thành phương thức phát hành TPCP chủ lực của thị trường TPCP. Giai đoạn 2000 – 2006 lại là giai đoạn phát triển cực thịnh của phương thức đấu thầu tín phiếu qua TTTT. Kết quả trúng thầu tín phiếu từ 2000-2006 đạt 94.154 tỷ đồng, gấp gần 5,97 lần so với giá trị TPCP trúng thầu qua TTCK. Hệ thống KBNN đã phát hành trực tiếp được hơn 59.558 tỷ đồng TPCP, cao gấp 3,77 lần giá trị TPCP trúng thầu qua TTCK. Phương thức bảo lãnh phát hành đạt kết quả 41.089 tỷ đồng, cao hơn 2,6 lần. Phương thức đấu thầu TPCP qua TTCK chỉ chiếm tỷ trọng huy động vốn thấp nhất ở mức 7,50%. TPCP bán lẻ qua KBNN tuy có giảm tỷ trọng nhưng vẫn ở mức khá cao 28,28%, tỷ trọng của phương thức đấu thầu tín phiếu qua TTTT đạt mức cao nhất 44,71%, phương thức bảo lãnh phát hành cũng chiếm tỷ trọng vay nợ 19,51%. Nếu so sánh căn cứ kết quả tổng hợp theo thời kỳ như trên thì có thể đánh giá sau hơn 06 năm hoạt động kết quả đấu thầu TPCP qua TTCK đạt mức khá thấp so với các phương thức phát hành còn lại. Tuy nhiên, nếu nghiên cứu, đánh giá chi tiết theo số liệu qua từng năm hoạt động của TTCK Việt Nam, chúng ta sẽ thấy TTCK đã từng bước được khắc phục những khó khăn gặp phải và kết quả đấu thầu TPCP đã không ngừng được cải thiện từ năm 2003 trở lại đây. Đặc biệt nhất là năm 2006 đã mở ra một thời kỳ phát triển đột biến của TTCK Việt Nam. Năm 2006, TTCK đã vượt qua giai đoạn khó khăn để chuyển sang thời kỳ phát triển thị trường với kết quả TPCP trúng thầu năm 2006 đạt 50% tổng trị giá TPCP trúng thầu qua 5 năm hoạt động của TTCK. Kết quả trúng thầu năm 2006 của TTCK đã đạt con số kỷ lục 7.885 tỷ đồng, cao hơn 5.658 tỷ đồng so với kết quả bán lẻ TPCP qua KBNN. Mặc dù TTCK vẫn chịu áp lực cạnh tranh mạnh mẽ của phương thức bán lẻ qua KBNN mang tính chất phân bổ hành chính và bảo lãnh phát hành thực hiện theo hợp đồng thỏa thuận chứ không mang tính chất đấu thầu cạnh tranh như TTCK nhưng kết quả đạt được của TTCK đã thể

hiện những nỗ lực đáng kể của Ủy ban chứng khoán Nhà nước, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán và hứa hẹn một tương lai phát triển tốt đẹp của TTCK để thực sự trở thành phương thức phát hành chủ lực TPCP trung và dài hạn. Hơn 6 năm hoạt động, thị trường đấu thầu TPCP qua Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội có thể chia làm hai giai đoạn phát triển như sau:

Giai đoạn 2000 -2005: Đây được đánh giá là giai đoạn hình thành và khởi động TTCK Việt Nam. Do TTCK mới đi vào hoạt động, việc phát hành trái phiếu cũng như tham gia đấu thầu còn mang tính nghiên cứu, thăm dò. Từ năm 2000 - 2001, TTCK đã thực hiện được 17 phiên đấu thầu (có 5/17 phiên đấu thầu thất bại, chiếm tỷ lệ 29,41%). Tổng giá trị trái phiếu gọi thầu năm 2000-2001 là 4.700 tỷ đồng; khối lượng đặt thầu của các thành viên lên đến 3.959 tỷ đồng chiếm 84,23%; kết quả trúng thầu đạt tỷ lệ 41,12% tức huy động được 1.933 tỷ đồng. Đây có thể xem là một kết quả tương đối thành công đối với một TTCK sơ khai như Việt Nam. Nhất là trong điều kiện phương thức đấu thầu TPCP qua TTCK lần đầu tiên được áp dụng, không thể tránh khỏi những hạn chế trong quá trình thực hiện. Trong hai phiên đấu thầu đầu tiên ở năm 2000, số thành viên bình quân tham gia đấu thầu là 09 thành viên/phiên, khối lượng trái phiếu đặt thầu luôn cao hơn khối lượng mời thầu và tỷ lệ trúng thầu đều thành công 100%. Ở mỗi phiên đấu thầu luôn có từ 6-7 thành viên trúng thầu chủ yếu là các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán tham gia rất hạn chế do vốn điều lệ thấp chưa đủ mức vốn qui định để trở thành thành viên tham gia đấu thầu, hầu hết các công ty chứng khoán tham gia là các công ty chứng khoán của ngân hàng thương mại quốc doanh hoặc công ty bảo hiểm.

Nhiều nhà phân tích đã dự báo với kết quả bước đầu thành công rực rỡ này sẽ mở ra triển vọng phát triển vũ bão của thị trường đấu thầu TPCP. Song, tại các phiên giao dịch tiếp theo “tính khả thi“ của TPCP đã suy giảm trầm trọng. Liên tục trong vòng 06 tháng tiếp theo đã có 05 phiên đấu thầu thất bại hoàn toàn do không có kết quả trúng thầu hoặc không có thành viên tham gia đấu thầu. Năm 2000 áp

dụng hình thức “đấu thầu cạnh tranh” là đấu thầu lãi suất. Thông qua đấu thầu cạnh tranh hình thành lãi suất và khối lượng trúng thầu của các thành viên tham gia đấu thầu. Tuy nhiên, do hạn chế của hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất vừa có sự cạnh tranh về lãi suất vừa có sự cạnh tranh về khối lượng phát hành nên các phiên đấu thầu khó có kết quả trúng thầu. TTCK đã có những phiên đấu thầu khối lượng đặt thầu bằng hoặc cao hơn khối lượng mời thầu nhưng lãi suất đặt thầu lại cao hơn lãi suất trần nên những phiên đấu thầu này không có kết quả trúng thầu. Điều này cho thấy nhà phát hành chưa có biện pháp để dung hòa mâu thuẫn về lợi ích giữa nhà đầu tư và nhà phát hành. Bộ Tài chính quy định lãi suất trần là mức lãi suất cao nhất nhưng nhà đầu tư vì lợi ích kinh tế vẫn đặt thầu với mức lãi suất cao hơn lãi suất trần tương ứng với khối lượng đặt thầu cũng cao hơn đưa đến kết quả đấu thầu thất bại. Để hạn chế tình trạng này, khi nhà phát hành quy định lãi suất trần thì phải thực hiện đa dạng hóa loại hình TPCP để mang lại những lợi ích gián tiếp khác cho nhà đầu tư nhằm hạn chế hiện tượng lãi suất đặt thầu cao hơn lãi suất trần. Cụ thể là: thay vì phát hành trái phiếu lãi suất cố định sẽ phát hành loại trái phiếu lãi suất thả nổi hoặc trái phiếu chỉ số kết hợp nhằm giảm thiểu “rủi ro lãi suất” và đảm bảo lãi suất thực dương cho nhà đầu tư, đa dạng hóa kỳ hạn, hình thức thanh toán lãi suất để giảm thiểu “rủi ro tái đầu tư”.

Ngoài ra, kết quả đấu thầu không thành công này là do hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất khiến cho các công ty chứng khoán tiềm lực tài chính chưa đủ mạnh để tham gia các phiên đấu thầu do không thể cạnh tranh với thành viên là các ngân hàng thương mại. TTCK đã đi vào hoạt động nhưng Nhà nước chưa thực sự có giải pháp để tăng “tính khả thi” cho TPCP nhằm định hướng cho trái phiếu trở thành hàng hóa chủ lực trên TTCK. TPCP khó có thể là một hàng hóa được chuyển nhượng sau khi đấu thầu khi mà các thành viên nắm giữ lại là các ngân hàng thương mại chứ không phải là các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp (công ty chứng

khoán, quỹ chứng khoán) đầu tư chứng khoán nhằm mục tiêu chuyển nhượng để hưởng chênh lệch giá.

Hơn nữa, lãi suất trái phiếu được giữ cố định suốt kỳ hạn mà chưa được thả nổi theo lãi suất thị trường hoặc chỉ số lạm phát. Khi lãi suất hoặc chỉ số lạm phát biến động vẫn chưa làm cho giá cả TPCP đã phát hành biến động tăng hoặc giảm giá để khuyến khích hoặc buộc nhà đầu tư phải mua vào hoặc bán ra TPCP đang nắm giữ qua TTCK thứ cấp hoặc TTCK OTC (chưa thành lập ở Việt Nam) để thu hồi vốn đầu tư ở đợt đấu thầu TPCP mới hoặc hưởng khoảng chênh lệch giá của trái phiếu, động lực đầu tư mua bán TPCP để chuyển nhượng lại nhằm thu những lợi ích ngoài lãi suất TPCP của các nhà đầu tư chưa được hình thành. Nếu thiếu động lực đầu tư mua bán TPCP thì TTCK thứ cấp hoặc TTCK OTC (nếu được thành lập) thì khó có thể thu hút sự tham gia sôi nổi của các nhà đầu tư chứng khoán nhằm mục đích hưởng chênh lệch giá TPCP khi mà giá cả của TPCP gần như không biến động. Trường hợp này, TTCK chỉ có thể thu hút những nhà đầu tư dài hạn vì mục tiêu lãi suất và mức rủi ro thấp của TPCP, các nhà đầu tư này phần lớn là các ngân hàng thương mại chứ không phải là các công ty, cá nhân kinh doanh chứng khoán. Nhà đầu tư hưởng lãi suất thường nắm giữ TPCP như một công cụ đầu tư cho đến lúc đáo hạn chứ không có nhu cầu bán lại TPCP qua TTCK thứ cấp (trừ những trường hợp đột xuất, gặp khó khăn do thiếu vốn khả dụng). Để các phiên đấu thầu liên tục TPCP qua TTCK đạt hiệu quả sẽ đòi hỏi một động lực đầu tư thường xuyên, liên tục của nhà đầu tư. Các nhà đầu tư vì mục tiêu hưởng lãi suất TPCP khó có thể có động lực đầu tư thường xuyên, liên tục do nắm giữ TPCP cho đến khi đáo hạn và nguồn vốn đầu tư có giới hạn. Do đó, nếu có lợi ích từ chênh lệch giá TPCP thì sẽ thu hút được các nhà đầu tư vì mục tiêu hưởng chênh lệch giá lẫn các nhà đầu tư vì mục tiêu thu lãi suất TPCP tham gia đấu thầu và đặc biệt là chuyển nhượng TPCP qua TTCK thứ cấp hoặc thị trường OTC (nhà đầu tư hưởng lãi suất TPCP sẽ nhận được lãi suất đồng thời nhận lợi ích chênh lệch giá TPCP và sẽ bán lại TPCP đang nắm giữ để thu

lãi suất cộng với chênh lệch giá để tiếp tục đầu tư đợt phát hành mới). Khi đó hoạt động đấu thầu và mua, bán TPCP qua TTCK sơ cấp và thứ cấp sẽ trở nên sôi nổi hơn và hiệu quả hơn. Chênh lệch giá TPCP không nên hiểu là khoản biến động giá do ảnh hưởng giạt dây của các nhà đầu cơ tạo ra nhằm trục lợi gây thiệt hại cho TTCK. Chênh lệch giá TPCP cần được xem là mức dao động giá nhất định do những tác động của thị trường như: lãi suất ngân hàng, tỷ lệ lạm phát, tỷ giá hối đoái. . . sẽ tạo ra những rủi ro hoặc giảm rủi ro làm thay đổi giá TPCP trên thị trường. Chênh lệch giá TPCP xét ở góc này thì chênh lệch giá TPCP sẽ tạo ra một động lực mới, mục tiêu mới cho nhà đầu tư tham gia TTCK. Động lực đầu tư mới và mục tiêu đầu tư mới này sẽ đóng góp mạnh mẽ cho sự phát triển của TTCK sơ cấp, thứ cấp tập trung và thị trường OTC.

Vào năm 2000, giá trị TPCP trúng thầu đạt mức 600 tỷ đồng qua 5 phiên giao dịch, trong khi đó kết quả trúng thầu tín phiếu trên TTTT đạt 4.766 tỷ đồng gấp 7,94 lần, trái phiếu phát hành qua kho bạc đạt 10.977 tỷ đồng cao gấp 18,3 lần giá trị TPCP trúng thầu qua TTCK, TPCP bảo lãnh phát hành chỉ đạt 500 tỷ đồng thấp hơn đấu thầu qua TTCK 100 tỷ đồng. Tỷ trọng vay nợ qua bảo lãnh phát hành ở mức thấp nhất 2,93%, kể đến là tỷ trọng vay nợ qua đấu thầu TPCP trên TTCK là 3,6%. Đây là hai phương thức phát hành đạt tỷ trọng vay nợ thấp nhất trong năm 2000. Tỷ trọng vay nợ còn ở mức quá thấp nếu so với tỷ trọng của kho bạc là 65,17% và TTTT đạt 28,3%. Kết quả năm 2000 cho thấy nếu như TTTT thành công bao nhiêu từ năm đầu đấu thầu tín phiếu thì TTCK đã chưa đạt được kết quả khả quan nào trong năm đầu hoạt động đấu thầu trái phiếu. Nhiều nghiên cứu đã dự đoán ở giai đoạn đầu hoạt động của TTCK thì TPCP với “rủi ro vỡ nợ” và “rủi ro về khả năng thanh khoản” ở mức thấp nhất sẽ trở thành hàng hóa đóng vai trò chủ lực trên TTCK mới thành lập, làm cơ sở thúc đẩy sự phát triển của thị trường cổ phiếu. Nhưng kết quả đấu thầu năm 2000 chưa thực sự mang lại kết quả như dự đoán.

Sang năm 2001, hình thức đấu thầu kết hợp giữa cạnh tranh và không cạnh tranh (đấu thầu không cạnh tranh là việc đăng ký mua TPCP theo mức lãi suất trúng thầu được hình thành qua kết quả đấu thầu cạnh tranh), kết quả trúng thầu dựa trên cơ sở lãi suất trúng thầu chứ không so sánh trên cơ sở khối lượng mời thầu và khối lượng trúng thầu như ở năm 2000. Đối với các phiên đấu thầu lãi suất đặt thầu thấp hơn lãi suất trần nhưng khối lượng đặt thầu thấp hơn khối lượng mời thầu thì vẫn được xem là phiên giao dịch trúng thầu với khối lượng thấp hơn khối lượng mời thầu của đợt phát hành. Khối lượng trái phiếu chưa được trúng thầu sẽ được mời thầu ở các phiên đấu thầu kế tiếp chứ không xem là phiên đấu thầu không có kết quả trúng thầu. Đây được xem là một điều chỉnh tích cực về hình thức đấu thầu, góp phần tăng khối lượng TPCP trúng thầu và tổ chức nhiều phiên đấu thầu TPCP trong năm. TTCK đã thực hiện 12 phiên đấu thầu TPCP, các phiên đấu thầu được tổ chức khá liên tục trong năm và giá trị trái phiếu trúng thầu là 1.333 tỷ đồng chiếm 39,2% so với giá trị mời thầu và chiếm 63,6% so với giá trị đặt thầu, giá trị trái phiếu trúng thầu gấp 2,22 lần so với năm 2000. Nhưng cần phải lưu ý rằng ở năm 2000 TTCK chỉ tổ chức 5 phiên đấu thầu, trong đó đã có 3 phiên đấu thầu không có kết quả trúng thầu. Như vậy, năm 2001 chưa thật sự đạt được kết quả trúng thầu khả quan hơn năm 2000. Tốc độ tăng trưởng giá trị trúng thầu qua TTCK đạt 122,17%, qua TTTT giảm 17,01%, qua KBNN tăng 9,04%, qua bảo lãnh phát hành giảm 50%. Kết quả huy động vốn cho thấy các phương thức phát hành trái phiếu qua bảo lãnh phát hành và TTTT có xu hướng bị giảm sút trong khi đó kết quả bán lẻ trái phiếu qua KBNN vẫn tăng trưởng với tốc độ khá cao. Tỷ trọng vay nợ cũng chưa có bước chuyển biến đáng kể so với năm 2000. Tỷ trọng vay nợ qua đấu thầu trái phiếu trên TTCK là 7,61%, bảo lãnh phát hành giảm xuống còn 1,43%, KBNN có tỷ trọng cao nhất 68,37%, TTTT đạt 22,59%. Như vậy, năm 2001 tỷ trọng vay nợ đấu thầu trái phiếu trên TTCK đã tăng lên 7,61% so với 3,6% ở năm 2000. TTTT năm 2001 là năm duy nhất có kết quả trúng thầu trái phiếu bị giảm sút do nguồn vốn khả dụng

của các thành viên đấu thầu bị thiếu hụt. Hơn nữa, năm 2001 KBNN có tiêu thụ trực tiếp qua hệ thống kho bạc 661 tỷ đồng tín phiếu nên cũng gây ảnh hưởng đáng kể đến kết quả đấu thầu qua TTTT. Điều này cho thấy nếu có sự phát hành đan xen cùng một thời điểm giữa nhiều kênh phát hành sẽ nhất định tạo ra sự cạnh tranh nội bộ, gây khó khăn cho việc phát hành trái phiếu cho một hoặc cả hai kênh phát hành đang cạnh tranh lẫn nhau. Điều này thể hiện nhiều nhất trên TTCK khi luôn có việc phát hành diễn ra cùng lúc với việc bán lẻ TPCP qua hệ thống KBNN và bảo lãnh phát hành. Bảo lãnh phát hành có giá trị phát hành thấp nhất 250 tỷ đồng xuất phát từ những điều kiện khắt khe để trở thành nhà bảo lãnh phát hành, các thành viên tham gia chủ yếu là các ngân hàng thương mại quốc doanh gặp khó khăn về vốn khả dụng để tham gia. Nhìn chung, đấu thầu TPCP qua sở giao dịch chứng khoán giai đoạn 2000-2001 đã đem lại kết quả không như mong muốn.

Từ năm 2002 – năm 2003 là thời kỳ tụt dốc của TTCK Việt Nam, gây ra những khó khăn nghiêm trọng cho thị trường đấu thầu TPCP. Kết quả trúng thầu ở năm 2002, 2003 thấp hơn nhiều so với giai đoạn mới thành lập thị trường năm 2000 và 2001. Cụ thể là vào năm 2002 TPCP trúng thầu đạt 386 tỷ đồng thấp hơn 1,55 lần và 3,45 lần so với năm 2000 và 2001, năm 2003 dù kết quả đấu thầu đã tăng lên gấp 2,66 lần so với năm 2002 đạt mức 1.029 tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng 166, 58% nhưng vẫn còn thấp hơn năm 2001 là 204 tỷ. Tính đến hết năm 2003 có thể nhận thấy TTCK đang hoạt động với hiệu quả rất thấp.

Tuy nhiên, sang năm 2004, 2005 TTCK Việt Nam được đánh giá là đã bắt đầu vượt qua giai đoạn phát triển đầu tiên với mục tiêu chính là hình thành và ổn định hoạt động, tạo tiền đề cơ bản và vững chắc cho các giai đoạn phát triển nhanh, mạnh và có chiều sâu trong thời gian tới. Mặc dù những kết quả TTCK gặt hái được ở năm 2004 và 2005 vẫn còn khá khiêm tốn nhưng rất đáng khích lệ. Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã hoàn thiện khung pháp lý và những cơ chế, chính sách để điều chỉnh TTCK, tốc độ thanh toán, giao dịch T + 3 được giảm xuống còn T + 2 ở năm

2005, thành lập Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội đi vào hoạt động ngày 8/3/2005, áp dụng thêm các phương thức đấu thầu lãi suất theo coupon, bán trái phiếu cao hơn hoặc thấp hơn mệnh giá. Bên cạnh đó, Thủ tướng Chính phủ và Bộ Tài chính ban hành các nghị định, thông tư hướng dẫn về các phương thức phát hành TPCP, việc thành lập Trung tâm lưu ký độc lập, nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài . . . Đấu thầu TPCP qua TTCK dù vẫn là phương thức phát hành TPCP đạt kết quả thấp nhất nhưng kết quả trúng thầu đã được cải thiện hơn rất nhiều so với năm 2003. Năm 2004 kết quả TPCP trúng thầu đã tăng gấp 2,12 lần, với tốc độ tăng trưởng đạt 112% so với năm 2003. Năm 2005 kết quả TPCP vẫn tiếp tục gia tăng đạt 2.356 tỷ đồng, cao hơn gấp 2,30 lần, với tốc độ tăng trưởng đạt 129,83% so với năm 2003. Những con số đáng khích lệ này cho thấy những nỗ lực của chủ thể phát hành, nhà quản lý thị trường và sự tham gia khá tích cực của các nhà đầu tư so với năm 2003. Tổng giá trị trái phiếu trúng thầu từ 2002-2005 đạt 5.962 tỷ đồng cao gấp 9,94 lần so với năm 2000. Giai đoạn này bảo lãnh phát hành đạt kết quả 28.098 tỷ đồng cao hơn 4,7 lần so với trái phiếu trúng thầu, chiếm tỷ trọng vay nợ 21,15%. Tuy nhiên, bảo lãnh phát hành còn hạn chế, chỉ tập trung ở một số nhà đầu tư có tiềm lực tài chính mạnh, thực chất là phát hành riêng lẻ theo cơ chế thỏa thuận chứ không thông qua phương thức đấu thầu cạnh tranh như TTCK, trong đó các tổ chức phát hành giữ trái phiếu với tư cách là một công cụ đầu tư dài hạn mà không phát hành ra thị trường. Điều này tạo ra nhiều bất lợi cho sự phát triển của TTCK. Hơn nữa, phí bảo lãnh phát hành là 0,15% đã tạo tâm lý cho các định chế tài chính tập trung vào việc thực hiện bảo lãnh hơn là tham gia đấu thầu trong những đợt phát hành trái phiếu cùng kỳ hạn có lãi suất tương đương. Phương thức bảo lãnh phát hành được sử dụng để phát hành loại chứng khoán có mức rủi ro thấp nhất như TPCP, trong điều kiện thị trường đấu thầu TPCP đang gặp khó khăn sẽ là một nghịch lý cho sự phát triển TTCK Việt Nam. Sự hiện diện của nhà bảo lãnh phát hành chỉ cần thiết khi phát hành các loại chứng khoán có rủi ro cao hơn TPCP như

cổ phiếu hoặc trái phiếu công ty. Nếu phương thức bảo lãnh phát hành TPCP được thực hiện đan xen với các phiên đấu thầu TPCP qua TTCK thì lợi thế sẽ nghiêng về bảo lãnh phát hành, làm suy giảm kết quả đấu thầu TPCP qua TTCK, sẽ không thể phát triển TTCK khoán sơ cấp và thứ cấp TPCP có chiều sâu và tính thanh khoản cao làm cơ sở thúc đẩy sự phát triển của TTCK. Thiết nghĩ phương thức bảo lãnh phát hành chỉ nên sử dụng như một giải pháp tình thế chứ không nên sử dụng thường xuyên như hiện nay gây những cạnh tranh bất lợi cho TTCK đã và đang có những bước phát triển nhất định. KBNN bán lẻ được 34.413 tỷ đồng trái phiếu cao gấp 5,77 lần so với trị giá trái phiếu trúng thầu trên TTCK, đạt tỷ trọng vay nợ 25,90%. Thật ra, TTCK đã nỗ lực rất nhiều để hạn chế sự cạnh tranh bất hợp lý mang tính chất hành chính từ phương thức bán lẻ qua KBNN và bảo lãnh phát hành TPCP để có được kết quả tăng trưởng liên tục qua từng năm nhằm ổn định hoạt động chuẩn bị cho giai đoạn phát triển mạnh mẽ của TTCK. Sự cạnh tranh bất hợp lý này xuất phát từ những lợi thế về qui chế hoạt động đơn giản và thuận lợi hơn và mang tính chất phân bổ hành chính, lãi suất và giá bán được qui định sẵn chứ không hình thành qua đấu thầu cạnh tranh. Do đó, KBNN đã tạo sức hút cho nhà đầu tư nhỏ, lẻ trong bán lẻ trái phiếu, bảo lãnh phát hành thu hút nhà đầu tư lớn tham gia bảo lãnh phát hành hơn là đấu thầu cạnh tranh trái phiếu qua TTCK, còn hệ thống ngân hàng chiết khấu TPCP đã hạn chế bớt sự tham gia nhiệt huyết, chuyển nhượng trái phiếu trên thị trường thứ cấp hoặc thị trường OTC (chưa chính thức thành lập ở Việt Nam). Đây chính là những cạnh tranh phi thị trường và mang tính chất hành chính áp đặt qua các văn bản pháp luật hiện hành đã kiềm hãm sự phát triển của TTCK.

Các phiên đấu thầu tín phiếu trên TTTT, đấu thầu trái phiếu qua TTCK, bán lẻ trái phiếu qua kho bạc, bảo lãnh phát hành diễn ra liên tục và đan xen lẫn nhau. Dù các phương thức phát hành TPCP đều được hình thành nhằm mục đích huy động vốn cho nhà nước nhưng trong chừng mực nào đó đã có sự cạnh tranh nhất định giữa các phương thức phát hành này. Đầu tư vốn ngắn hạn vào đấu thầu tín phiếu chắc

chấn sẽ làm ảnh hưởng đến vốn dài hạn để đầu tư trái phiếu của các nhà đầu tư. Bảo lãnh phát hành mang lại nguồn lợi từ phí bảo lãnh cho nhà bảo lãnh hơn là tham gia đấu thầu qua TTCK. Bởi vì khi tham gia TTCK để đấu thầu TPCP các nhà đầu tư chưa chắc chắn sẽ trúng thầu hoặc nếu có trúng thầu thì nhà tư chỉ nhận được lãi suất TPCP trúng thầu. Trong khi đó, nếu là nhà bảo lãnh thì ngay cả trong trường hợp TPCP của đợt phát hành không tiêu thụ được, nhà bảo lãnh phải mua toàn bộ TPCP đã bảo lãnh thì ngoài lãi suất TPCP nhà bảo lãnh còn nhận thêm 0,15% phí bảo lãnh TPCP. Hơn nữa, thực tế bảo lãnh phát hành đã cho thấy các tổ chức bảo lãnh phát hành, nhất là các ngân hàng thương mại giữ TPCP với tư cách là một công cụ đầu tư mà hầu như không phát hành ra công chúng. Chính từ lợi ích kinh tế này đã làm cho các phiên đấu thầu TPCP qua TTCK và các đợt bảo lãnh phát hành cùng thời điểm thì số thành viên tham gia đấu thầu và kết quả trúng thầu luôn ít hơn thành viên tham gia bảo lãnh và kết quả bảo lãnh. Quy định cho phép ngân hàng được chiết khấu TPCP trước hạn và phương thức bán TPCP và chiết khấu trái phiếu trước thời hạn trực tiếp qua hệ thống KBNN (khi có quyết định của Bộ Tài chính) có ảnh hưởng cạnh tranh đến việc phát triển thị trường chuyển nhượng TPCP. Bởi lẽ, khi có nhu cầu mua TPCP các nhà đầu tư sẽ tìm đến KBNN hoặc khi có nhu cầu bán lại TPCP nhà đầu tư cũng sẽ giao dịch chiết khấu với hệ thống ngân hàng chứ không tham gia TTCK thứ cấp do e ngại về thủ tục, thông tin, chi phí giao dịch và kết quả sẽ đạt được khi chuyển nhượng. Thuận lợi khi mua trái phiếu tại KBNN và dễ dàng chiết khấu trái phiếu qua ngân hàng sẽ hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư nhỏ, lẽ để mua hoặc bán trái phiếu qua TTCK thứ cấp làm giảm cả nguồn cung lẫn cầu trên thị trường thứ cấp, giảm thiểu nhu cầu đầu tư. TTCK là nơi diễn ra hoạt động mua hoặc bán chứng khoán. TPCP luôn là hàng hóa chủ chốt trên TTCK. Một khi nhu cầu mua, bán TPCP trên TTCK bị giảm sút thì hoạt động của thị trường khoán khó có thể đạt được kết quả khả quan.

Bảng 2.6: Kết quả niêm yết trái phiếu thời kỳ 2000-2004

Năm		TPCP	Trái phiếu công ty	Tổng cộng
2000	Số lượng	3	2	5
	Khối lượng	11.000.000	1.577.050	12.577.050
	Giá trị(1000đ)	1.100.000.000	157.705.000	1.257.705.000
2001	Số lượng	13		13
	Khối lượng	16.316.330		16.316.330
	Giá trị (1000đ)	1.631.633.000		1.631.633.000
2002	Số lượng	23		23
	Khối lượng	13.820.000		13.820.000
	Giá trị(1000đ)	1.382.000.000		1.382.000.000
2003	Số lượng	61		61
	Khối lượng	75.530.000		75.530.000
	Giá trị(1000đ)	7.553.000.000		7.553.000.000
2004	Số lượng	104		104
	Khối lượng	118.817.000		118.817.000
	Giá trị(1000đ)	11.881.700.000		11.881.700.000
Lũy kế đến hết 2004	Số lượng	204	2	204
	Khối lượng	235.483.330	1.577.050	235.483.330
	Giá trị(1000đ)	23.548.333.000	157.705.000	23.548.333.000

(Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng Khoán TP.HCM [36])

Bảng 2.7: Khối lượng giao dịch trái phiếu ở thị trường giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (2000-2004)

Năm	Giao dịch khớp lệnh		Giao dịch thỏa thuận		Tổng cộng	
	Khối lượng	Giá trị (triệu đồng)	Khối lượng	Giá trị (triệu đồng)	Khối lượng	Giá trị (triệu đồng)
2000	21.790	2.143	0	0	21.790	2.143
2001	81.730	7.804	612.000	62.898	693.730	70.702
2002	37.890	3.554	1.254.820	118.008	1.292.710	121.562
2003	48.920	4.575	25.032.920	2.401.724	25.081.840	2.406.299
2004	53.520	5.290	177.625.712	17.877.992	171.679.232	17.883.282

(Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM [36])

BẢNG 2.8: SỐ LƯỢNG LOẠI TRÁI PHIẾU NIÊM YẾT TẠI TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HCM

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (20/7/06)
TPCP	3	16	39	100	200	295	332
Trái phiếu chính quyền địa phương	0	0	0	1	6	28	35
Cổ phiếu	5	20	22	26	32	35	48

(Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM [36])

Trị giá TPCP niêm yết trên TTCK mỗi năm thấp hơn rất nhiều lần so với tổng trị giá TPCP phát hành ra thị trường TPCP năm đó. Năm 2000, tổng trị giá TPCP phát hành 12.077 tỷ đồng nhưng chỉ niêm yết 1.100 tỷ đồng chiếm 9,1%. Năm 2001 trị giá TPCP phát hành 13.552 tỷ đồng còn trị giá niêm yết là 1.631,633 tỷ đồng

chiếm 12%. Năm 2002, trị giá niêm yết là 1.382 tỷ đồng chiếm 7,5% so với trị giá trái phiếu phát hành là 18.382 tỷ đồng. Năm 2003, trị giá niêm yết là 7.553 tỷ đồng chiếm 38,64% so với trị giá trái phiếu phát hành là 19.545 tỷ đồng. Năm 2004 trị giá trái phiếu phát hành ở mức 15.734 tỷ đồng còn trị giá TPCP niêm yết là 11.881,7 tỷ đồng chiếm 75,5%. Tỷ trọng chênh lệch cao như vậy cho thấy sự mất cân đối trong hoạt động giữa thị trường đấu thầu TPCP và thị trường thứ cấp chuyển nhượng TPCP. Như vậy, TPCP chưa thật sự có được tính thanh khoản trên TTCK. Sự mất cân bằng này đòi hỏi phải có nhiều nỗ lực để điều chỉnh sự phát triển cân đối, đồng bộ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp TPCP. Từ năm 2000 đến năm 2004 giao dịch trái phiếu trên TTCK được thực hiện bằng hai phương pháp khớp lệnh hoặc thỏa thuận. Trái phiếu giao dịch khớp lệnh rất ít, phần lớn giao dịch với phương thức thỏa thuận. Các nhà đầu tư cá nhân, nhỏ, lẻ rất ít tham gia giao dịch trái phiếu qua TTCK mà chủ yếu mua tại kho bạc và chiết khấu ở ngân hàng. Chiết khấu TPCP qua ngân hàng thương mại chỉ làm giảm rủi ro về tính thanh khoản của TPCP, đáp ứng nhu cầu thu hồi vốn đột xuất của nhà đầu tư chứ chưa đáp ứng được nhu cầu chuyển nhượng trái phiếu để hưởng chênh lệch giá.

Trái phiếu phần lớn được giao dịch với phương thức thỏa thuận, một số lượng rất ít giao dịch với phương thức khớp lệnh. Năm 2000, giao dịch khớp lệnh chỉ đạt trị giá 2,143 tỷ đồng TTCK chưa thực hiện giao dịch thỏa thuận. Sang năm 2001, bắt đầu thực hiện giao dịch thỏa thuận với trị giá giao dịch đạt 62,898 tỷ đồng chiếm đến tỷ trọng 88,96%, trong khi đó giao dịch khớp lệnh chỉ đạt trị giá 7,804 tỷ đồng với tỷ trọng chỉ chiếm 11,04%. Ở năm 2002, trị giá trái phiếu giao dịch khớp lệnh đã giảm xuống nhanh chóng trước sự thành công của phương thức giao dịch thỏa thuận, với mức 3,554 tỷ đồng, giảm 54,46%, chiếm tỷ trọng rất thấp ở mức 2,92%. Trị giá trái phiếu giao dịch thỏa thuận đã gia tăng đáng kể, đạt mức 118,008 tỷ đồng, tăng 87,62%, chiếm tỷ trọng áp đảo so với giao dịch khớp lệnh là 97,08%. Năm 2003, tiếp tục thể hiện sự gia tăng của phương thức giao dịch thỏa thuận, trị giá giao dịch

thỏa thuận đạt 2.401,724 tỷ đồng, trong khi giao dịch khớp lệnh chỉ ở mức 4,575 tỷ đồng, với tỷ trọng 99,8% và 0,2%. Năm 2004, giao dịch khớp lệnh đạt trị giá 5,290 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng rất thấp ở mức 0,029%, còn trị giá giao dịch thỏa thuận đạt mức cao nhất sau năm năm thực hiện là 17.877,992 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng gần tuyệt đối là 99,97% qua đó ta nhận thấy, giao dịch thỏa thuận có lợi thế thành công hơn rất nhiều lần so với các phiên giao dịch khớp lệnh, tỷ trọng tăng trưởng của giá trị giao dịch thỏa thuận trên TTCK đã chứng minh điều này. Tuy nhiên, cần phải nhìn nhận một vấn đề là giao dịch khớp lệnh khó thực hiện thành công nhưng lại thể hiện đúng bản chất cạnh tranh trong giao dịch trên thị trường, giá giao dịch thể hiện đúng giá trị thị trường, còn giao dịch thỏa thuận do ít tính cạnh tranh hơn nên giá trị giao dịch thể hiện chưa sát với giá trị thị trường và chưa phản ánh đúng lãi suất thị trường. Hơn nữa, giao dịch trái phiếu trên TTCK chưa thật sự thu hút sự tham gia đông đảo của các nhà đầu tư, đặc biệt là thiếu sự tham gia của các nhà đầu tư cá nhân nhỏ, lẻ và chủ yếu tập trung vào sự tham gia của các tổ chức đầu tư với trên 96% giá trị giao dịch năm 2003 và trên 97% ở năm 2004. Chủ yếu các nhà đầu tư có tổ chức tham gia giao dịch trên thị trường theo phương thức thỏa thuận là các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán. Ngoài ra, trái phiếu niêm yết trên TTCK chủ yếu là TPCP, riêng năm 2000 có trái phiếu công ty niêm yết cùng với TPCP trên TTCK chiếm tỷ trọng 12.54% và các năm 2001, 2002, 2003 và 2004 không có trái phiếu công ty niêm yết. Năm 2005 doanh nghiệp bắt đầu phát hành trái phiếu trên TTCK nhưng có rất ít doanh nghiệp phát hành, cụ thể các doanh nghiệp phát hành là: trái phiếu chuyển đổi của Công ty cơ điện lạnh; Công ty cổ phần công nghệ thông tin EIS; Tổng công ty dầu khí; Công ty cổ phần đầu tư hạ tầng kỹ thuật CII; trái phiếu Ngân hàng đầu tư phát triển; Ngân hàng ngoại thương. Số lượng loại TPCP niêm yết trên TTCK cũng liên tục gia tăng qua từng năm. Năm 2000 có 3 loại, năm 2001 tăng lên 16 loại, năm 2002 là 39 loại, năm 2003 tăng lên 100 loại, năm 2004 là 200 loại và năm 2005 đạt 295 loại. Mặc dù loại TPCP niêm

yết trên TTCK có gia tăng nhanh chóng. Tuy nhiên, hình thức TPCP và phương thức trả lãi và kỳ hạn TPCP chưa được chủ thể phát hành đa dạng hóa, chỉ tập trung vào một vài kỳ hạn, hình thức và phương thức trả lãi nhất định. Từ việc chưa đa dạng hóa hình thức, phương thức trả lãi và kỳ hạn TPCP đã chưa tạo được sức hấp dẫn để thu hút những nhà đầu tư có mục đích và ý tưởng đầu tư khác nhau. Một ví dụ điển hình là đấu thầu ngày 14/12/2005 cho thấy lợi thế cạnh tranh thuộc về trái phiếu ngân hàng ngoại thương - VCB hơn là TPCP do hình thức TPCP chưa đa dạng. Trong thời gian chưa đến 01 ngày, VCB đã huy động gần 1.400 tỷ đồng với lãi suất thấp 6%/năm. Ngày đấu thầu có rất đông các nhà đầu tư nhưng chỉ khoảng 35% tổng cầu của nhà đầu tư được đáp ứng. Nhiều nhà đầu tư đặt mục tiêu mua bằng được trái phiếu VCB dù với mức lãi suất bằng 0%. Điểm thu hút sự tham gia mạnh mẽ của các nhà đầu tư chính là khả năng có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu của loại trái phiếu VCB. Hình thức trái phiếu có quyền chuyển đổi đã thu hút sự tham gia mạnh mẽ của nhiều nhà đầu tư với nhiều mục tiêu khác nhau. Nhà đầu tư trái phiếu VCB có thể bán trái phiếu ngay khi niêm yết với kỳ vọng giá sẽ tăng cao hoặc giữ trái phiếu để thực hiện quyền chuyển đổi hoặc giữ trái phiếu đến thời điểm đáo hạn. Mặc dù TPCP luôn được nhà đầu tư đánh giá là chứng khoán có rủi ro thấp nhất nhưng trái phiếu của các ngân hàng và các công ty làm ăn hiệu quả thì mức rủi ro vỡ nợ cũng được nhà đầu tư đánh giá là tương đối thấp. Do đó, đa dạng hóa hình thức trái phiếu, cổ phiếu của các chủ thể uy tín trên TTCK sẽ gây áp lực cạnh tranh mạnh mẽ buộc TPCP phải được nghiên cứu đa dạng hóa về hình thức kết hợp cùng mức rủi ro thấp nhất để tăng tính khả thi của TPCP. Hơn nữa, TTCK chỉ đấu thầu và niêm yết giao dịch các TPCP có kỳ hạn như nhau sẽ không hình được đồ thị đường biểu diễn lãi suất chuẩn của TPCP trên TTCK Việt Nam.

Về phát hành trái phiếu ngoại tệ, có hai ý tưởng trái ngược nhau. Ý tưởng thứ nhất ủng hộ đề án phát hành trái phiếu quốc tế. Những người ủng hộ phát hành trái phiếu quốc tế đã đưa ra bốn lý do. Thứ nhất, nền kinh tế Việt Nam hiện đang tăng

trường ổn định, và tỷ lệ tăng trưởng GDP ở mức cao đứng nhì ở Châu Á sau Trung Quốc, tỷ lệ lạm phát dưới hai con số, thể chế chính trị ổn định. Thứ hai, phát hành trái phiếu quốc tế là một cơ hội quý giá để chúng ta “học tập kinh nghiệm” và tạo uy tín trên TTTC quốc tế. Thứ ba, việc phát hành sẽ rất thuận lợi khi lãi suất ở các nước có TTTC thấp hơn nhiều so với lãi suất ở nước ta. Tổ chức xếp hạng quốc tế Standard&Poor’s xếp hạng Việt Nam ở mức BB. Thứ tư, phát hành trái phiếu quốc tế còn nhằm “đào nợ”, nghĩa là thanh toán cho các khoản nợ đến hạn của Chính phủ; số tiền dư ra có thể dành cho các dự án lớn đang “khát” vốn. Ngược lại, các đối tác phản đối phát hành trái phiếu quốc tế mặc dù đã chấp nhận ý kiến của phe ủng hộ nhưng họ cũng đưa ra nhiều ý kiến để phản bác lại. Theo họ, cân nhắc mức lãi suất trái phiếu sẽ rất khó khăn, thấp thì khó huy động, còn cao thì trả lãi khó. Đến nay vẫn chưa xác định được dự án nào sẽ huy động vốn bằng trái phiếu quốc tế. Còn để “đào nợ”, theo họ không chỉ có một con đường vay bằng trái phiếu quốc tế mà Việt Nam vẫn có thể phát hành trái phiếu trong nước để vay bằng ngoại tệ. Các chuyên gia tư vấn của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB) đã đánh giá Việt Nam đang có những điều kiện thuận lợi để phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Đó chính là sự ổn định về chính trị, tỷ lệ tăng trưởng kinh tế khá cao, lạm phát đã được kiềm chế, tỷ lệ thiếu hụt Ngân sách so với GDP ngày càng thu hẹp, quan hệ kinh tế đối ngoại và ngoại giao ngày càng mở rộng và có xu hướng phát triển tốt . . . đồng thời các nhà đầu tư, các tổ chức tài chính quốc tế rất quan tâm đầu tư gián tiếp vào Việt Nam thông qua việc mua trái phiếu, cổ phiếu, do vậy về cơ bản Việt Nam đã hội đủ các điều kiện và khả năng phát hành trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế.

Ngày 27/10/2005, Bộ Tài chính đã thực hiện việc định giá đợt phát hành 750 triệu USD trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam, tăng gấp rưỡi so với 500 triệu USD dự tính ban đầu, được giao dịch ở thị trường New York. Thời hạn trái phiếu 10 năm (lãi suất cố định, đáo hạn tháng 1/2016) tại New York. TPCP Việt Nam lần đầu

tiên phát hành ra thị trường vốn quốc tế được định giá ở mức 98,233% mệnh giá với lãi suất là 6,875% (so với lãi suất phát hành cố định là 7,125%), tương đương với mức lãi suất TPKB Mỹ loại 10 năm cộng 256,4 điểm cơ bản. Lãi suất TPCP trong đợt phát hành này đã được điều chỉnh giảm xuống mức 7,125%, thay cho mức dự tính ban đầu là 7,250%. Lãi suất này cao hơn so với trái phiếu kho bạc Mỹ là 4,561%/trái phiếu 10 năm. Lãi suất phát hành TPCP lần này sẽ đóng vai trò mức lãi suất tiêu chuẩn đối với các doanh nghiệp Việt Nam muốn tham gia thị trường vốn quốc tế về sau. Đây là bước đầu tiên giúp Việt Nam bước chân vào TTTC quốc tế. Điều đáng mừng là cầu trái phiếu lần này cao hơn mong đợi rất nhiều lần. Các nhà đầu tư quốc tế đã đưa ra các đề nghị đặt mua với tổng số tiền lên đến 4,5 tỷ USD, cao gấp 6 lần giá trị chào, để dành quyền mua số trái phiếu nói trên. Chỉ trong vòng 1 ngày 28/10/2005 toàn bộ 750 triệu USD trái phiếu Việt Nam bán hết sạch tại New York. Sau đó trái phiếu Việt Nam đã được đăng ký niêm yết trên TTCK Singapore.

Đợt phát hành TPCP lần đầu tiên ra thị trường vốn quốc tế sẽ giúp Việt Nam đa dạng hóa nguồn huy động vốn, thiết lập một “thang chuẩn” để giúp cho các doanh nghiệp và địa phương huy động vốn sau này và đặc biệt là cơ hội cho các nhà đầu tư trên toàn cầu có thể hiểu biết tốt hơn về Việt Nam. Các tổ chức tín nhiệm quốc tế liên tiếp nâng mức xếp hạng của Việt Nam. Tháng 7/2005, Công ty Moody’s Investor Services nâng từ B1 lên B3. Ngày 18/10/2005, công ty Standard&Poor’s cũng đã nâng triển vọng hệ số tín nhiệm của quốc gia đối với Việt Nam từ mức ‘Ổn định’ lên mức ‘Tích cực’. Đây là những đánh giá hết sức có lợi cho TPCP Việt Nam trong điều kiện hiện nay, nhất là khi Việt Nam chưa có tổ chức định mức tín nhiệm trong TTTC.

Giai đoạn 2006 – 2010: TTCK đã chuyển sang giai đoạn phát triển tăng tốc nhằm phát triển và hội nhập từng bước toàn diện và sâu sắc với TTCK thế giới. Năm 2005 kết thúc với những thành tựu góp phần tạo tiền đề vững chắc cho sự phát triển nhanh, mạnh và có chiều sâu của TTCK từ năm 2006. Những tiền đề đã đạt

được bao gồm: tốc độ tăng trưởng GDP đạt mức cao nhất qua 5 năm, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội đã đi vào hoạt động đã mở ra một kênh huy động vốn mới trung và dài hạn cho các tổ chức phát hành, dự thảo Luật chứng khoán được xây dựng và trình để trình Quốc hội thông qua trong năm 2006, hoạt động quản lý quỹ có những nét khởi sắc thêm 04 công ty quản lý quỹ mới được thành lập. Thêm vào đó, năm 2006 là một năm nỗ lực đàm phán để Việt Nam trở thành thành viên chính thức của WTO. Những nỗ lực đàm phán và các cam kết khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO đã góp phần nâng cao vị thế và tạo thêm nhiều cơ hội cho Việt Nam tăng trưởng ổn định, bền vững. Việt Nam trở thành thành viên chính thức của đã phải cam kết mở cửa hoàn toàn TTCK trong vòng 05 năm tới. Một số cam kết liên quan đến TTCK như: Việt Nam sẽ thực hiện các nghiệp vụ bán khống, bảo chứng, option. Những kết quả đạt được đã góp phần tạo thêm lòng tin vào TTCK cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước tạo nên một làn sóng đầu tư mạnh mẽ chưa từng thấy ở TTCK Việt Nam qua 5 năm hoạt động.

Từ đầu năm cho đến khoản giữa năm 2006, TTCK Việt Nam các nhà đầu tư chứng khoán trong lẫn ngoài nước đổ vốn ồ ạt vào thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp để tham gia đấu thầu và chuyển nhượng chứng khoán. Việc tập trung cao độ của nhà đầu tư theo chiều hướng mua nhiều hơn bán khiến cho mức cầu về chứng khoán tăng cao hơn nhiều so với mức cung chứng khoán. Sự chênh lệch giữa cung và cầu chứng khoán cùng với niềm tin mạnh mẽ của nhà đầu về triển vọng phát triển trong tương lai của các loại chứng khoán niêm yết đã đẩy chỉ số VN-index tăng đột biến từ khoảng 300 điểm đầu năm tăng lên 632,69 điểm vào ngày 25/04/2006 và tiếp tục tăng lên 751,77 điểm vào ngày 27/12/2006. Nhà đầu tư tham gia vào TTCK bao gồm các nhà đầu tư chuyên nghiệp trong và ngoài nước tham gia các phiên đấu thầu và giao dịch chứng khoán. Ngoài ra, TTCK còn thu hút sự tham gia mạnh mẽ của các nhà đầu tư không chuyên nghiệp thuộc nhiều tầng lớp dân cư trong xã hội như: học sinh, sinh viên, công chức, nhân viên và hưu trí. Nhiều nhà nghiên cứu nhận xét

chưa bao giờ công chúng lại quan tâm đến chứng khoán cao độ như hiện nay. Lượng cổ phiếu và trái phiếu niêm yết trên TTCK khoán cũng tăng lên nhanh chóng đến 20/07/2006 mới có 48 cổ phiếu niêm yết nhưng đến các tháng gần cuối năm số lượng cổ phiếu niêm yết gia tăng nhanh chóng chưa từng thấy có những ngày có đến 3 – 4 cổ phiếu niêm yết đạt 107 cổ phiếu niêm yết tăng gấp 26,75 lần so với năm 2000, gấp 3 lần so với năm 2005. Đây chính là dấu hiệu khởi động đáng mừng của một năm phát triển đột biến của TTCK với sự tham gia đột biến của nhà đầu tư, việc gia tăng đột biến các cổ phiếu, trái phiếu niêm yết và việc gia tăng đột biến của chỉ số VN-index đã giúp TTCK đạt được những kết quả kỷ lục sau 6 năm hoạt động.

Những yếu tố gây đột biến TTCK kết hợp cùng với các thành tựu tiền đề đã đạt được từ những năm trước góp phần thúc đẩy phương thức đấu thầu TPCP qua TTCK đạt kết quả nhảy vọt. Năm 2006, TPCP trúng thầu đạt mức kỷ lục 7.885 tỷ đồng, cao hơn 5.520 tỷ đồng so với năm 2005 và đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất qua 6 năm hoạt động là 232,14%. Tốc độ tăng trưởng năm 2005 – 2006 cao hơn gấp 27,67 lần so với tốc độ tăng trưởng năm 2004 – 2005, gấp 2,07 lần so với năm 2003 – 2004, gấp 1,99 lần so với năm 2002 – 2003 và gấp 1,9 lần so với năm 2000 – 2001. Kết quả kỷ lục đạt được ở năm 2006 của TTCK nếu so sánh với các phương thức phát hành TPCP cạnh tranh với TTCK chúng ta cũng sẽ nhận thấy những nỗ lực vượt bậc qua 6 năm hoạt động. Lần đầu tiên phương thức đấu thầu TPCP qua TTCK có kết quả trúng thầu vượt rất xa so với phương thức bán lẻ qua KBNN. TPCP trúng thầu năm 2006 cao hơn 5.685 tỷ đồng so với TPCP bán lẻ qua KBNN. Tốc độ tăng trưởng của phương thức đấu thầu qua TTCK đạt mức kỷ lục 232,14%, trong khi đó bán lẻ qua KBNN giảm 12% so với năm 2005. Đấu thầu TPCP qua TTCK cũng đạt tỷ trọng kỷ lục qua 6 năm hoạt động 18,19%, trong khi tỷ trọng bán lẻ qua KBNN chỉ đạt 5,07% thấp hơn 3,59 lần và bảo lãnh phát hành đạt 28,24% chỉ cao hơn 1,55 lần so với đấu thầu TTCK. TTCK đã biểu hiện thực sự là phương thức phát hành vượt trội so với bán lẻ qua KBNN. TTCK với những điều kiện thuận lợi hiện tại

cũng như triển vọng tiếp tục phát triển trong tương lai. TTCK nếu tiếp tục được duy trì và phát triển ổn định sẽ trở thành phương thức phát hành TPCP chủ lực thay thế cho phương thức bán lẻ qua KBNN và bảo lãnh phát hành.

Ngày 06/09/2006 Bộ Tài chính đã ký quyết định 46/2006/QĐ-BTC ban hành quy chế phát hành TPCP theo lô lớn. TTCK với những kết quả to lớn đạt được trong năm 2006 chúng ta cần đánh giá hiệu quả các đợt phát hành lớn TPCP từ năm 2004 - 2006 để đánh giá khả năng phát hành TPCP lô lớn thời gian sắp tới. Từ năm 2000 - 2003 TPCP trúng thầu đạt kết quả quá thấp chỉ trên dưới 1.000 tỷ đồng/năm, trong khi đó khối lượng một lô lớn TPCP tối thiểu là 1.000 tỷ đồng. Do đó, TTCK thời điểm này không thể thực hiện được các phiên phát hành lô lớn TPCP. Năm 2004 TPCP trúng thầu đạt 2.182 tỷ đồng, năm 2005 tăng lên mức 2.365 tỷ đồng và năm 2006 tăng lên mức kỷ lục 7.885 tỷ đồng. Năm 2004 - 2005 TPCP phát hành có kỳ hạn chủ yếu 5, 10, 15 năm và với kết quả trúng thầu trên 2.000 tỷ đồng nếu thực hiện đấu thầu TPCP lô lớn thì TTCK khó đạt được kết quả khả quan mà chủ yếu sẽ phải phát hành qua phương thức bảo lãnh phát hành qua hợp đồng thỏa thuận không hình thành được lãi suất chuẩn trên TTCK. Riêng năm 2006, TTCK tăng trưởng đột biến với kết quả 7.885 tỷ đồng lớn hơn 7,8 lần 1.000 tỷ đồng nếu thực hiện phát hành theo lô lớn có thể thực hiện 7 lô TPCP với 7 kỳ hạn khác nhau góp phần từng bước hình thành đồ thị lãi suất chuẩn trên TTCK. Hơn nữa, đã có nhiều phiên đấu thầu TPCP trong năm 2006 có kết quả mời thầu từ 200 tỷ đồng trở lên và dành cho TPCP có cùng kỳ hạn nhưng ngày đáo hạn khác nhau. Đây chính là điều kiện thuận lợi để TTCK thực hiện TPCP lô lớn trong thời gian sắp tới. Phiên đấu thầu ngày 15/5/2006 có giá trị mời thầu 500 tỷ đồng, giá trị đặt thầu 750 tỷ đồng và kết quả trúng thầu 10 tỷ đồng chỉ đạt 2%. Nhưng phiên đấu thầu ngày 9/6/2006 giá trị mời thầu 700 tỷ đồng, giá trị đặt thầu 1.612 với 7 thành viên tham gia và kết quả trúng thầu đạt 650 tỷ đồng đạt tỷ lệ 92,86 tỷ đồng. Tiếp theo là kết quả trúng thầu 300 tỷ đồng ngày 02/08/2006 với giá trị thầu 300 tỷ đồng, giá trị đặt thầu 1.508 tỷ đồng với

6 thành viên tham và đạt tỷ lệ 100%. Phiên đấu thầu ngày 02/08/2006 có giá trị mời thầu 500 tỷ đồng, đặt thầu 650 tỷ đồng và trúng thầu 200 tỷ đồng đạt tỷ lệ 40%. Các phiên đấu thầu kế tiếp từ 30/8 đến 17/12 chỉ có 01 phiên đạt tỷ lệ trúng thầu 90% còn lại tất cả đều đạt tỷ lệ 100%. Ngày 22/12/2006 phiên đấu thầu mời thầu 400 tỷ đồng, đặt thầu 1.810 tỷ đồng và có đến 08 thành viên tham gia đấu thầu, kết quả trúng thầu 400 tỷ đồng đạt tỷ lệ 100%. Đặc biệt, TPCP ở các phiên đấu thầu nói trên đều có cùng kỳ hạn 05 năm và đã được trả lãi sau 01 lần/ năm. Đây là một kết quả đấu thầu đạt hiệu quả cao nhất kể từ năm 2000 trở lại đây và tổng giá trị trúng thầu đạt 2.340 tỷ đồng chưa tính kết quả của các phiên mời thầu có giá trị dưới 200 tỷ đồng. Nếu TPCP có cùng ngày đáo hạn và lãi suất danh nghĩa cố định, giá bán TPCP được xác định theo lãi suất danh nghĩa và lãi suất trúng thầu thì có thể khẳng định TTCK từ năm 2006 hoàn toàn có đủ khả năng để phát hành TPCP lô lớn. Phát hành theo lớn vừa góp phần nâng cao hiệu quả đấu thầu TPCP qua TTCK vừa tạo khả năng hình thành lãi suất chuẩn trên TTCK.

Bảng 2.9: Giá trị chứng khoán niêm yết và đăng ký giao dịch và GDP

	GDP (tỷ đồng)	Chứng khoán (tỷ đồng)	Trái phiếu (tỷ đồng)	Cổ phiếu và trái phiếu khác (tỷ đồng)
2000	441.646	1.504	1.257,7	246,3
2001	481.295	3.373	1.632	1.741
2002	535.762	5.271	1.382,633	3.888,376
2003	613.443	13.024	7.553	5.471
2004	715.307	25.489	11.881,7	13.607,3
2005	839.211	41.839	30.781,2	11.057,8
2006	973.791	301.281	80.125	221.156

(Nguồn: Thời báo Kinh tế Việt Nam 2005 - 2006 [31])

Khối lượng TPCP trúng thầu và niêm yết, giao dịch trên TTCK tăng trưởng liên tục ngày càng khẳng định vai trò TPCP là hàng hóa quan trọng chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong tổng giá trị TTCK Việt Nam qua từng năm và góp phần đáng kể nhằm hoàn thành vượt mức mục tiêu chiến lược Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt đến năm 2010 đạt mục tiêu giá trị TTCK 10 – 15% GDP. Vào năm 2000, giá trị trái phiếu nói chung niêm yết chiếm tỷ trọng 0,28% GDP, trong đó TPCP niêm yết chiếm tỷ trọng 0,24% GDP. Sang năm 2001, giá trị TPCP niêm yết tăng lên đạt mức 0,34% GDP, năm 2002 giảm xuống còn 0,26% GDP. Tuy nhiên, năm 2003 giá trị TPCP niêm yết tăng gấp 4,74 lần so với năm 2002 và giá trị TPCP bắt đầu vượt qua giá trị cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp niêm yết trên TTCK chiếm tỷ trọng 1,23% GDP. Năm 2004 TPCP niêm yết và đăng ký giao dịch lại tiếp tục gia tăng nhanh chóng đạt 11.881,7 tỷ đồng, cao hơn gần gấp 1.57 lần so với năm 2003 và đạt tỷ trọng 1,66% GDP. Giá trị TPCP từ năm 2000 đến cuối năm 2004 đóng góp đáng kể vào giá trị chứng khoán niêm yết trên TTCK. Tuy nhiên, tỷ trọng giá trị TPCP so với GDP vẫn còn ở mức thấp và TPCP chỉ chiếm giá trị niêm yết cao hơn cổ phiếu ở năm 2000 và năm 2003, chưa khẳng định vai trò là hàng hóa giữ vai trò chủ đạo với giá trị niêm yết vượt qua các loại chứng khoán khác trên TTCK. Vào năm 2005, giá trị chứng khoán niêm yết và đăng ký giao dịch đạt mức 41.716,96 tỷ đồng chiếm 5% GDP, trong đó cổ phiếu đạt 1,32% GDP và trái phiếu nói chung đạt 3,67% GDP (vượt qua mức 2 -3% do Bộ Tài chính định hướng cho năm 2005), nếu để qui mô TTCK đến năm 2010 đạt 10 – 15% GDP đòi hỏi sự phát triển vượt bậc so với giai đoạn 2000 – 2005. Để đạt được kết quả này Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã định hướng tăng qui mô cổ phiếu lên gấp 3 lần trong năm 2006 và kết quả này đã thành công mỹ mãn. Năm 2006 TTCK đã có sự gia tăng vượt bậc của kết quả đấu thầu TPCP đạt 7.885 tỷ đồng cao hơn gấp 13 lần so với năm 2000 và gấp 3,33 lần so với năm 2005. Bên cạnh đó, cổ phiếu niêm yết và đăng ký giao dịch đã gia tăng lên mạnh mẽ với 107 công ty niêm yết cao gấp 3 lần so với năm 2005 và 87 công ty

đăng ký giao dịch cổ phiếu tăng gần 10 lần so với năm 2005. TTCK với sự tham gia ồ ạt của các đầu tư vào TTCK chuyên nghiệp (18 công ty quản lý quỹ cao hơn 3 lần so với năm 2005, 41 công ty chứng khoán mới được cấp phép năm 2006) và không chuyên nghiệp đã đưa kết quả trúng thầu, niêm yết và giao dịch TPCP và cổ phiếu tăng đột biến. Ngoài ra, Thủ tướng đã ký quyết định phê duyệt danh sách 53 tập đoàn, tổng công ty Nhà nước sẽ thực hiện cổ phần hóa giai đoạn 2007 – 2010. Điều này hứa hẹn trong những năm sắp tới số lượng chứng khoán niêm yết trên TTCK sẽ gia tăng mạnh về số lượng lẫn chất lượng. Sự tham gia niêm yết trên TTCK của các tập đoàn, tổng công ty nhà nước và các ngân hàng thương mại cổ phần có uy tín sẽ tạo ra áp lực cạnh tranh cho TPCP buộc Chính phủ phải có giải pháp đa dạng hóa hình thức TPCP, đa dạng hóa lợi ích cho nhà đầu tư góp phần tăng tính cạnh tranh của TPCP với các loại cổ phiếu và đặc biệt là trái phiếu chuyển đổi đang rất được nhà đầu tư ưu chuộng. Ngoài ra, TTCK với sự phát triển mạnh mẽ ở năm 2006 đã góp phần gia tăng tỷ trọng giá trị chứng khoán so với GDP đạt kết quả rất cao. Năm 2006 chỉ mới là năm đầu tiên của giai đoạn tăng tốc TTCK nhưng chỉ cần tổng giá trị cổ phiếu niêm yết và đăng ký giao dịch đã hoàn thành vượt mức 10 – 15% GDP đạt mức 22,71% GDP. Bên cạnh đó, tổng giá trị trái phiếu niêm yết và đăng ký giao dịch cũng đạt tỷ trọng 8,23% GDP, trong đó TPCP niêm yết và đăng ký giao dịch chiếm khoảng 10 – 12% tổng giá trị chứng khoán niêm yết, chiếm tỷ trọng khoảng 3,4% GDP. TTCK từ năm 2006 đã bắt đầu có sự cạnh tranh đáng kể giữa trái phiếu doanh nghiệp nhất là trái phiếu chuyển đổi khiến TPCP mất đi vị trí chủ chốt trên thị trường trái phiếu. Nếu sự tăng trưởng TTCK tiếp tục được duy trì trong những năm sắp tới thì TTCK sẽ vượt qua mục tiêu qui mô TTCK đến năm 2010 đạt 10 – 15% GDP. Tỷ lệ 10 – 15% GDP là một đòi hỏi cao đối với giai đoạn mới hình thành TTCK Việt Nam từ 2000 – 2005 nhưng đối với kết quả tăng trưởng vượt bậc ở năm 2006 thì đây là mục tiêu TTCK đã đạt được. Trước kết quả vượt bậc của TTCK Bộ Tài chính vẫn tiếp tục duy trì tỷ lệ 10 – 15% GDP đến năm 2010 theo hướng thu hẹp

thị trường tự do và mở rộng thị trường quản lý. Bên cạnh đó, Bộ tài chính cần nghiên cứu, xây dựng mục tiêu cao hơn nữa ở giai đoạn sau năm 2010.

2.3. NHỮNG KẾT QUẢ TRONG QUÁ TRÌNH PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

TPCP Việt Nam đã được phát hành từ lúc chưa có thị trường trái phiếu cho đến lúc đất nước hình thành được thị trường trái phiếu. Do đó, cần tổng kết về thị trường trái phiếu. Từ các phân tích, đánh giá về thực trạng sử dụng các phương thức phát hành TPCP, tác giả đưa ra cách tiếp cận tổng thể về thị trường TPCP ở Việt Nam, trong đó nêu lên các đánh giá về tồn tại của thị trường trái phiếu dựa trên cơ sở phân tích các yếu tố tạo nên sự thành công của thị trường trái phiếu.

Một cách khái quát các nhân tố tạo nên sự thành công trong phát triển thị trường TPCP bao gồm:

- Nhân tố chủ yếu:

Nhân tố bên trong tạo ra sự thành công của thị trường TPCP chính là những người tham gia thị trường, cam kết của Chính phủ, tính ổn định vĩ mô, mức độ tín nhiệm. Bất cứ thị trường nào cũng cần có các tổ chức phát hành và các nhà đầu tư. Các tổ chức phát hành phải đa dạng với nhiều hình thức sở hữu khác nhau và họ cần phải thấy được lợi ích kinh tế từ việc phát hành trái phiếu. Phía các nhà đầu tư cũng phải đa dạng, bao gồm các tập đoàn tài chính, công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư, nhà đầu tư cá nhân. Họ phải có lợi ích kinh tế từ việc tham gia đầu tư vào các loại trái phiếu. Ngoài ra, còn phải có lực lượng trung gian để liên kết các tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Mức độ cam kết của Chính phủ là yếu tố rất quan trọng để quyết định mức độ phát triển của thị trường. Thị trường trái phiếu cũng đòi hỏi tính ổn định của môi trường kinh tế vĩ mô (như tỷ lệ lạm phát, lãi suất thị trường không được quá cao hoặc quá biến động) và nền chính trị ổn định để phát triển kinh tế nhằm tạo ra các tổ chức phát hành, các nhà đầu tư tương xứng.

- Nhân tố thứ yếu:

Trong một số trường hợp, ngay cả khi quốc gia có một lực lượng tổ chức phát hành và nhà đầu tư thỏa đáng, với nền tảng kinh tế vĩ mô vững chắc và cam kết của Chính phủ thì thị trường trái phiếu vẫn có thể chưa phát triển được do tác động của một số nhân tố khác như qui mô thị trường TPCP, thị trường cổ phiếu, hệ thống ngân hàng, tổ chức định mức tín nhiệm . . . chưa phát triển tương xứng. Thị trường TPCP là nền tảng quan trọng cho thị trường trái phiếu công ty nói riêng và thị trường trái phiếu nói chung. Thị trường trái phiếu chính phủ tạo ra một đường cong lãi suất chuẩn và thúc đẩy một lực lượng mua bán năng động với khả năng sinh lời tốt và ổn định, ít rủi ro. Thị trường cổ phiếu hoạt động hiệu quả cũng có ý nghĩa rất lớn đối với sự phát triển của thị trường trái phiếu. Các ngân hàng sẽ gián tiếp hỗ trợ việc phát hành trái phiếu khi khả năng cho vay của ngân hàng còn hạn chế. Ngoài ra, các ngân hàng cũng trực tiếp góp phần và sự phát triển thị trường với vai trò nhà phát hành, đầu tư hoặc môi giới. Tổ chức định mức tín nhiệm phải được thành lập, đáng tin cậy, độc lập và có khả năng nắm bắt thông tin. Họ phải thu được lợi nhuận để tồn tại và phát triển.

Thị trường TPCP Việt Nam đã đạt được một số thành công nhất định kể từ sau khi chuyển đổi cơ chế kinh tế. Thị trường TPCP Việt Nam đã hình thành bước đầu ở hai cấp độ bao gồm thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

- Thị trường TPCP sơ cấp:

TPKB được bán lẻ qua hệ thống KBNN, đấu thầu qua TTCK, bảo lãnh phát hành và tín phiếu kho bạc được đấu thầu qua TTTT.

Từ năm 1996, tín phiếu kho bạc đã được KBNN chuyển sang đấu thầu qua TTTT, KBNN không còn phát hành tín phiếu kho bạc trực tiếp qua hệ thống KBNN (trừ các trường hợp đặc biệt). Kết quả đấu thầu tín phiếu kho bạc qua TTTT đã liên tục đạt được những kết quả đáng khích lệ qua từng năm hoạt động. Tính đến cuối năm 2006, kết quả đấu thầu tín phiếu kho bạc đạt mức cao nhất qua các năm hoạt động là 21.026 tỷ đồng. Những thành công bước đầu của thị trường đấu thầu tín

phiếu kho bạc và sự hoàn thiện, hiện đại hóa TTTT để tiến tới từng bước hội nhập sâu sắc và toàn diện với TTTT quốc tế đã hứa hẹn một triển vọng phát triển mạnh mẽ trong tương lai của phương thức đấu thầu tín phiếu qua TTTT.

TTCK đã thực hiện trên 150 phiên đấu thầu TPCP từ tháng 7/2000 đến cuối năm 2006. Tổng giá trị TPCP trúng thầu qua TTCK đạt 15.780 tỷ đồng, trong đó giá trị TPCP trúng thầu ở năm 2006 chiếm hơn 50% tổng giá trị TPCP trúng thầu từ năm 2000 đến năm 2006 đánh dấu một triển vọng phát triển TTCK kể từ năm 2006.

Phương thức bảo lãnh phát hành qua 6 năm hoạt động đã đạt kết quả bảo lãnh 41.089 tỷ đồng TPCP loại kỳ hạn từ 2 – 15 năm.

Trái phiếu đầu tư hiện nay do Quỹ hỗ trợ phát triển phát hành. Đây là trái phiếu có kỳ hạn trên 1 năm do các tổ chức tài chính nhà nước, các tổ chức tín dụng được Thủ tướng chỉ định phát hành nhằm huy động vốn để đầu tư theo chính sách của Chính phủ. Từ năm 2000 – 2006 Quỹ hỗ trợ phát triển đã phát hành thông qua phương thức đấu thầu qua TTCK và bảo lãnh phát hành. Kết quả trúng thầu đạt 1.314 tỷ đồng và kết quả bảo lãnh phát hành đạt 15.024 tỷ đồng.

Trái phiếu chính quyền địa phương được phát hành theo phương thức đấu thầu, bảo lãnh phát hành.

Trái phiếu ngoại tệ là loại trái phiếu kỳ hạn trên 1 năm do Bộ Tài chính phát hành cho các mục tiêu chỉ định của Chính phủ theo phương thức bán lẻ qua hệ thống KBNN và đấu thầu qua TTTT.

Trái phiếu quốc tế đã được Việt Nam phát hành lần đầu tiên vào năm 2005 để chuyển đổi nợ quá hạn nước ngoài và huy động mới trên thị trường vốn quốc tế. Việt Nam lần phát hành trái phiếu quốc tế đầu tiên đã huy động được 750 triệu USD, lãi suất 7,125%/năm từ thị trường chứng khoán New York.

Phát hành TPCP qua thị trường sơ cấp đã thực sự trở thành phương thức quan trọng, hiệu quả và quyết định để bù đắp thâm hụt NSNN ở Việt Nam thay cho phương thức phát hành tiền để bù đắp thâm hụt. Đồng thời việc phát hành TPCP đã

trở thành nguồn vốn quan trọng không thể thiếu để hình thành nên nguồn vốn đầu tư thúc đẩy tăng trưởng kinh tế lâu dài và bền vững. Các số liệu về cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN và cơ cấu các nguồn vốn đầu tư được tác giả phân tích, đánh giá và rút ra kết luận ở phần phụ lục của Luận án.

- Thị trường TPCP thứ cấp:

Nghiệp vụ TTM đã giữ vai trò như một công cụ “van an toàn” của TTTT, giảm thiểu rủi ro về tính thanh khoản của tín phiếu nhà đầu tư nắm giữ.

Việc niêm yết trái phiếu trên TTCK còn ít, chủ yếu vẫn là TPCP, tổng giá trị TPCP niêm yết trên TTCK thứ cấp từ năm 2000 – 2004 đã đạt mức 23.548,333 tỷ đồng, chiếm 99,33% tổng giá trị niêm yết trái phiếu trên TTCK. Trái phiếu công ty chỉ có giá trị niêm yết trên TTCK thứ cấp là 0,67%. Trị giá niêm yết và mua, bán TPCP ở thị trường thứ cấp còn ở mức thấp so với tổng giá trị TPCP đấu thầu trên TTCK sơ cấp, bán lẻ qua KBNN và bảo lãnh phát hành cộng lại. TTCK thứ cấp đã được thành lập và đi vào hoạt động cùng với việc thành lập và hoạt động của TTCK sơ cấp. Trị giá TPCP niêm yết và giao dịch mua, bán trên TTCK thứ cấp có kết quả được cải thiện hơn qua từng năm hoạt động. Năm 2006 thị trường thứ cấp phát triển đột biến, tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp tham gia TTCK gia tăng mạnh mẽ và vượt qua TPCP. Thị trường TTCK đang từng bước được hoàn thiện để nâng cao hiệu quả hoạt động nhằm kết hợp đồng bộ giữa TTCK thứ cấp và TTCK sơ cấp vì mục tiêu phát triển ổn định và bền vững.

2.4. NHỮNG TỒN TẠI CỦA CÁC PHƯƠNG THỨC PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

2.4.1. Những tồn tại của phương thức bán lẻ trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước Việt Nam

Qua kết quả bán lẻ TPCP mà hệ thống KBNN đã đạt được, chúng ta không thể phủ nhận khả năng vay nợ trái phiếu qua hệ thống KBNN từ năm 2004 trở về trước, luôn giữ tỷ trọng vay nợ rất cao so với các phương thức phát hành mới (đặc

biệt là so với TTCK). Nếu chỉ xét ở góc độ giải quyết sức ép vay nợ cho NSNN thì KBNN đã hoàn thành tốt nhiệm vụ vay nợ. Tuy nhiên, nếu xét ở khía cạnh TTTC thì TPCP là một hàng hóa do đó cần phải có thị trường nơi mà TPCP không chỉ được bán ra mà còn được chuyển nhượng giữa các nhà đầu tư chứng khoán, thể hiện quan hệ cung và cầu TPCP. Ở góc độ này, KBNN chỉ có thể là một bộ phận cung TPCP chứ không thể hình thành thị trường TPCP qua hệ thống kho bạc mà thị trường trái phiếu phải là một phần của TTCK. Bán lẻ qua hệ thống kho bạc không thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu, TTCK. Ngược lại, có thể thấy bán lẻ qua KBNN đã tạo ra sự cạnh tranh đáng kể do tập trung khối lượng lớn các nhà đầu tư nhỏ, lẻ không chuyên nghiệp khiến TPCP trở thành tài sản tài chính hơn là hàng hóa để kinh doanh (việc tập trung mua TPCP qua KBNN của những nhà đầu tư này đã làm giảm khả năng tập trung vốn các nhà đầu tư nhỏ, lẻ để tham gia các quỹ đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp). TPCP chưa thực sự là hàng hóa vì tính khả thi của TPCP còn quá thấp biểu hiện cụ thể là: TPCP được KBNN bán trực tiếp cho nhà đầu tư theo mệnh giá, lãi suất qui định sẵn chứ không thông qua phương thức đấu thầu tại KBNN để hình thành khối lượng và lãi suất trúng thầu; lãi suất công trái đã được thả nổi theo mức trượt giá chỉ mới nhằm vào mục tiêu bảo đảm lãi suất thực dương cho nhà đầu tư công trái khi đáo hạn chứ chưa đủ tác động làm giá trị giao dịch trên thị trường của trái phiếu thay đổi ngay vào thời điểm mức trượt giá tăng hoặc giảm; trái phiếu thường được phát hành cùng một kỳ hạn và cùng một lãi suất như nhau gần như không có sự biến động đáng kể về giá trái phiếu ở những đợt phát hành khác nhau để gây ảnh hưởng buộc nhà đầu tư chuyển nhượng trái phiếu. Sự cạnh tranh đầy lợi thế này đã khiến cho thị trường thứ cấp TPCP không thể hoạt động hiệu quả để tạo cơ sở thúc đẩy sự phát triển của thị trường đấu thầu trái phiếu qua TTCK. Nhưng cũng cần thiết khẳng định rằng có sự chênh lệch đáng kể giữa một bên là sự non yếu của TTCK mới thành lập đang phải đối diện với rất nhiều khó khăn, một bên lại là khả năng vay nợ khá hiệu quả của hệ thống KBNN.

Do đó, trước mắt khó có thể thực hiện ngay lập tức việc chuyển giao TPCP sang đấu thầu và chuyển nhượng qua TTCK ngưng hẳn việc bán lẻ trực tiếp qua hệ thống KBNN như đã từng thực thực hiện và đạt kết quả thần kỳ ở tín phiếu kho bạc nhờ vào TTTT. Tuy nhiên, có thể thực hiện việc dịch chuyển từng bước đến thời điểm thích hợp sẽ chuyển giao toàn bộ để vừa đảm bảo sự phát triển của thị trường vừa giải quyết được sức ép vay nợ cho NSNN. Sự dịch chuyển từng bước đã thể hiện khá rõ qua từng giai đoạn. Giai đoạn đầu là sự độc quyền phát hành trái phiếu ngắn, trung và dài hạn trái phiếu giữ vai trò là công cụ vay nợ chứ chưa thực sự là hàng hóa. Giai đoạn hai trái phiếu ngắn hạn (tín phiếu) đã chuyển toàn bộ sang đấu thầu trên TTTT, KBNN chỉ chịu trách nhiệm phát hành trực tiếp trái phiếu trung và dài hạn, không phát hành trực tiếp tín phiếu kho bạc nữa. Giai đoạn ba KBNN chỉ bán lẻ trái phiếu phần còn lại chuyển sang đấu thầu ở TTCK. Giai đoạn trước mắt 2005-2010, tiếp tục thực hiện sự dịch chuyển tỷ trọng vay nợ, thúc đẩy sự phát triển mạnh của TTCK để tăng tỷ trọng vay nợ qua đấu thầu và giao dịch TPCP nhằm từng bước thay thế cho kênh phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN.

Nhìn chung dù hệ thống KBNN đã và đang giữ vị trí là kênh bán lẻ TPCP trực tiếp để huy động vốn cho NSNN. Nhưng hệ thống KBNN trong quá trình huy động vốn vẫn xuất hiện không ít những tồn tại nhất định, bao gồm:

Thứ nhất, KBNN đã trải qua một khoảng thời gian khá dài giữ vị trí gần như một kênh phát hành TPCP độc quyền trong nền kinh tế (từ năm 1991-2000) không có sự cạnh tranh với các kênh phát hành khác. Những lợi thế tích tụ trong khoảng thời gian này, cùng với những qui chế thuận lợi dành cho hệ thống KBNN (không phải tổ chức đấu thầu mà chỉ thực hiện bán trái phiếu trực tiếp, nhà đầu tư lớn đều được quyền mua TPCP tại KBNN không bị ràng buộc bởi các điều kiện như: tư cách pháp nhân, vốn pháp định tối thiểu, tài khoản tiền gửi, giấy chứng nhận thành viên tham gia đấu thầu, khối lượng trái phiếu mua; nhà đầu tư nhỏ, lẻ dễ dàng mua TPCP trực tiếp tại kho bạc không cần thiết phải mở tài khoản và thông qua công ty chứng

khoán như ở TTCK, không có sự phân biệt giữa mua lẻ hay mua sỉ TPCP mà đều hưởng quyền lợi như nhau đã tạo áp lực cạnh tranh khá mạnh mẽ giữa KBNN và các kênh phát hành trái phiếu hiện đại mới được hình thành. Nhưng tính độc quyền trong khoảng thời gian dài đã tạo ra tính thụ động của hệ thống KBNN trong công tác bán lẻ TPCP. KBNN cung cấp trái phiếu ra công chúng như cung cấp một hàng hóa đặc biệt, nhiều lợi ích theo cách nhà độc quyền chờ nhà đầu tư tìm đến KBNN để tiêu thụ trái phiếu chứ không theo cách nhà phát hành đi tìm kiếm, mời gọi nhà đầu tư. Những năm gần đây TPCP bắt đầu chịu sức ép cạnh tranh của trái phiếu ngân hàng thương mại và chứng khoán của các công ty cổ phần do đó nhà đầu tư có nhiều lựa chọn đầu tư hơn giai đoạn gần như chỉ có TPCP để đầu tư. Kể từ năm 2000, TPCP, giấy tờ có giá ngân hàng không còn là loại chứng khoán hay giấy tờ có giá gần như không có sự cạnh tranh của các loại chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu của các nhà phát hành khác. Thị trường đấu thầu tín phiếu và TTM đang tăng trưởng, TTCK đã được thành lập và đi vào hoạt động. TPCP là một trong những loại hàng hóa giao dịch trên thị trường như những loại chứng khoán khác, đã là hàng hóa trên thị trường thì không chỉ nhà đầu tư đi tìm kiếm TPCP mà TPCP phải thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư. Tuy nhiên, KBNN gần như không thực hiện công tác tuyên truyền, tiếp thị trái phiếu trước mỗi đợt phát hành (tuyên truyền, tiếp thị không phải chỉ thực hiện đơn giản việc thông báo đợt phát hành qua truyền thanh, truyền hình hoặc treo băng rôn trước cổng KBNN khi đến đợt phát hành mà phải được thực hiện thường xuyên, liên tục nhắm vào các đối tượng thuộc trường học, công sở rồi từng bước mở rộng ra toàn bộ dân cư). Ngoài công tác tuyên truyền, giáo dục nâng cao được nhận thức về lợi ích kinh tế, xã hội của TPCP đối với công chúng, công tác này còn thể hiện tính chủ động trong tiêu thụ TPCP nhằm góp phần nâng cao tính khả thi của TPCP, thu hút sự tham gia của nhà đầu tư, rút ngắn khoảng thời gian huy động vốn theo kế hoạch dự kiến.

Thứ hai, mỗi năm KBNN luôn phải đảm nhận nhiệm vụ huy động vốn khá lớn qua việc phát hành trực tiếp TPCP qua KBNN. KBNN vừa phải hoàn thành kế hoạch huy động được giao trong mỗi đợt phát hành vừa phải vượt qua những khó khăn trong công việc khi vừa phải thực hiện tốt nhiệm vụ quản lý ngân quỹ quốc gia vừa phải kiêm nhiệm công việc huy động vốn trái phiếu trong mỗi đợt phát hành. Để đạt được chỉ tiêu huy động vốn được giao, KBNN phải bố trí, huy động một lượng lớn nhân sự ở nhiều phòng, ban và bộ phận khác để tham gia vào công tác phát hành trái phiếu trực tiếp. Điều này một mặt góp phần thực hiện tốt, kịp thời nhiệm vụ huy động vốn từ TPCP. Nhưng mặt khác, gây ra một số xáo trộn hoặc trở ngại nhất định cho công việc đang đảm nhận hàng ngày của lực lượng nhân sự làm việc, tạo ra chi phí cơ hội rất lớn cho hệ thống KBNN. Nhất là thời gian, chi phí đào tạo, tập huấn nghiệp vụ cho nhân viên để tham gia đợt phát hành hoặc thiệt hại do sai sót nghiệp vụ trong quá trình bán lẻ trái phiếu, thiếu tinh thần phục vụ nhà đầu tư do chưa được đào tạo, tập huấn chuyên nghiệp hoặc không thường xuyên tham gia nghiệp vụ bán lẻ TPCP hay chưa đủ năng lực chuyên môn để tổ chức bán lẻ TPCP thông qua các phiên đấu thầu tại KBNN nhằm rút ngắn thời gian huy động vốn.

Thứ ba, đối tượng mua TPCP chưa được mở rộng triệt để, còn bó hẹp, bao gồm: các tổ chức, cá nhân là người Việt Nam và người nước ngoài sinh sống và làm việc tại Việt Nam (chưa cho phép người nước ngoài đang đi du lịch, viếng thăm hoặc đang công tác tại Việt Nam). Ngược lại, các tổ chức là thành viên đấu thầu hoặc bảo lãnh TPCP vẫn được phép tham gia kênh bán lẻ trái phiếu qua KBNN (đối với công trái xây dựng đất nước). Các văn bản pháp qui hướng dẫn bán lẻ TPCP qua hệ thống kho bạc, đấu thầu TPCP qua TTCK, thị trường ngân hàng, bảo lãnh phát hành chưa có điều khoản qui định chung đối tượng là thành viên đấu thầu, bảo lãnh thì không được phép tham gia mua TPCP qua hệ thống KBNN mà chỉ có qui định

trong các văn bản, quyết định của từng đợt phát hành TPCP. Điều này thiếu sự phân biệt rạch ròi, đồng bộ giữa các kênh phát hành TPCP trên các văn bản pháp quy.

Nhà nước cần phải thay đổi tư duy nhìn nhận về TPCP, TPCP không chỉ là công cụ huy động vốn vay đối với nhà phát hành mà đã trở thành một hàng hóa không thể thiếu trên TTTC. Việt Nam đã có giai đoạn khống chế đối tượng được quyền mua trái phiếu nhưng lại phải tăng mức lãi suất cao hơn lãi suất ngân hàng thương mại để đạt được khối lượng vốn vay theo kế hoạch gây xáo trộn cho TTTT. TPCP đã là hàng hóa và chịu sức ép cạnh tranh của nhiều chứng khoán khác nên khó có thể tăng tính khả thi của TPCP trong khi lại giới hạn đối tượng được quyền mua trái phiếu trong mỗi đợt phát hành. Mở rộng triệt để đối tượng được phép mua TPCP cũng là một giải pháp cần thiết để tăng tính khả thi của TPCP, xóa bỏ việc hạn chế nhà đầu tư tiếp cận với hàng hóa này. Mặc dù chúng ta không còn bắt buộc một số tổ chức, cá nhân phải mua TPCP, nhưng nhà nước vẫn áp dụng qui định đối tượng được phép mua TPCP trong mỗi đợt phát hành. Điều này cho thấy cần phải mở rộng và chuẩn hóa các đối tượng được phép mua TPCP Việt Nam, các đối tượng này phải đưa vào Luật định để không nhất thiết phải qui định các đối tượng được phép mua trái phiếu trong mỗi đợt phát hành và đa dạng hóa các đối tượng được phép mua TPCP.

Thứ tư, cơ chế thanh toán và lãi suất trái phiếu còn bị hạn chế chưa tạo được lợi thế để thu hút nhà đầu tư. Trái phiếu ghi tên: việc thanh toán gốc, lãi trái phiếu được thực hiện tại nơi phát hành chứ nhà đầu tư không được lựa chọn nơi thanh toán tại các đơn vị KBNN mà nhà đầu tư mong muốn hay tổ chức lưu ký trái phiếu. Qui định thanh toán như đã tạo điều kiện thuận lợi cho KBNN trong hạch toán và thanh toán TPCP ghi danh theo từng đơn vị kho bạc nhưng chưa mang lại tiện ích tối ưu cho nhà đầu tư khi thực hiện thanh toán TPCP loại ghi danh. Đối với nhà phát hành, ngoài việc bán được hàng hóa đó cho nhà đầu tư cần phải thực hiện các dịch vụ sau khi bán hàng hóa, nhất là dịch vụ thanh toán TPCP phải đảm bảo sự thuận lợi nhất cho

nhà đầu tư khi đến hạn thanh toán TPCP. Trường hợp đến hạn thanh toán lãi, gốc mà chủ sở hữu chưa đến thanh toán thì số tiền lãi hoặc gốc đó được bảo lưu và hoàn trả khi chủ sở hữu trái phiếu có nhu cầu thanh toán không tính lãi nhập gốc và không tính lãi trong thời gian quá hạn thanh toán. Nếu nhà đầu tư yêu cầu chuyển lãi và gốc vào tài khoản ngân hàng thì nhận được lãi tiền gửi nhưng phải chịu khoản chi phí chuyển tiền từ KBNN vào ngân hàng. Đây là điểm khác biệt giữa mua TPCP và gửi ngân hàng thương mại. Gửi tại ngân hàng thương mại nếu không rút lãi, gốc khi hết hạn thì người gửi tiền được tính lãi tương đương với lãi suất tiền gửi không kỳ hạn trong suốt thời gian kể từ ngày quá hạn thanh toán đến ngày người mua đến rút. Sự khác biệt này đã đem lại lợi thế cạnh tranh giữa tiền gửi ngân hàng thương mại với TPCP. Xét ở mức độ rủi ro thì chắc chắn TPCP ít rủi ro hơn so với tiền gửi ngân hàng (nếu số tiền đầu tư bằng hoặc nhỏ hơn khối lượng tiền được bảo hiểm tiền gửi ngân hàng cam kết thanh toán thì mức rủi ro là như nhau). Nhưng về lãi tiền gửi không kỳ hạn khi chủ đầu tư chưa rút lãi và gốc tiền gửi thì tiền gửi ngân hàng mang lại lợi ích kinh tế cho nhà đầu tư nhiều hơn TPCP. Bất lợi này là do quy định về thanh toán TPCP trong các văn bản pháp qui. Quy định này tạo điều kiện thuận lợi cho hệ thống kho bạc hoặc tổ chức lưu ký chứng khoán trong công tác quản lý nguồn vốn thanh toán TPCP nhưng chưa đảm bảo lợi ích thiết thực cho nhà đầu tư theo nguyên tắc TTTT.

Ngoài ra, KBNN được quyền thanh toán trái phiếu trước hạn (chiết khấu) theo quyết định của Bộ Tài chính cho từng đợt phát hành tùy theo điều kiện thực tế. Điều này mang lại lợi ích trong việc phối hợp chính sách tài khóa với chính sách tiền tệ để thực thi chính sách tiền tệ quốc gia trong điều kiện cần thiết. Tuy nhiên, chiết khấu TPCP trước hạn tại KBNN sẽ gây áp lực cạnh tranh mạnh mẽ cho TTCK thứ cấp nơi diễn ra hoạt động mua, bán lại TPCP của nhà đầu tư thì TTCK thứ cấp mới thành lập sẽ khó có thể vượt qua giai đoạn khó khăn hiện nay. Bởi lẽ, khi KBNN được cho phép chiết khấu TPCP trước thời hạn thì nhà đầu tư, nhất là các

nhà đầu tư nhỏ, lẽ sẽ tìm đến KBNN để chiết khấu hơn là đem đến TTCK thứ cấp để chuyển nhượng. Chiết khấu tại KBNN sẽ không giới hạn khối lượng TPCP nhà đầu tư muốn chiết khấu, nhưng chuyển nhượng qua TTCK thì khối lượng trái phiếu chuyển nhượng, giá bán TPCP phải thông qua thỏa thuận và sẽ là con số không hoàn toàn chắc chắn.

Hơn nữa, để giao dịch trên thị trường chứng khoán buộc nhà đầu tư phải thông qua các công ty chứng khoán, tuân thủ các quy định của TTCK. Đây là những công việc mà nhà đầu tư hoàn toàn không phải thực hiện khi chiết khấu TPCP ở KBNN. Do đó, chiết khấu TPCP tại KBNN dù chỉ là giải pháp tình thế tạm thời để tăng tính thanh khoản của TPCP nhưng việc chiết khấu sẽ tạo ra áp lực cạnh tranh rất mạnh mẽ cho TTCK thứ cấp còn rất non yếu của Việt Nam.

2.4.2. Những tồn tại của phương thức đấu thầu tín phiếu kho bạc qua thị trường tiền tệ Việt Nam

Trong quá trình hoạt động, thị trường tín phiếu này cũng vẫn còn một số tồn tại làm ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của thị trường. Để hoàn thiện và tạo đà tăng trưởng mạnh mẽ, ổn định của thị trường đấu thầu tín phiếu và TTM cần phải nghiên cứu để đưa ra các giải pháp khắc phục những tồn tại sau:

Thứ nhất, tín phiếu KBNN Việt Nam được phát hành dưới hình thức ghi sổ lẫn chứng chỉ. Rõ ràng việc phát hành một khối lượng tín phiếu kho bạc rất lớn trong năm nếu dưới hình thức chứng chỉ sẽ hao phí thêm một khoản chi phí khá lớn cho việc in ấn, chống làm giả, phần hao phí này sẽ không phát sinh nếu thực hiện hình thức ghi sổ. Bài học kinh nghiệm Việt Nam từ thị trường tín phiếu Mỹ đó là toàn bộ tín phiếu phát hành dưới dạng ghi sổ (sẽ tiết kiệm được khá nhiều chi phí vì khối lượng tín phiếu kho bạc phát hành lớn và thời hạn lại ngắn). Kỳ hạn tín phiếu phải được Bộ Tài chính và NHNN cùng nhau phối hợp điều chỉnh linh hoạt hơn cho phù hợp với nhu cầu điều tiết linh hoạt vốn khả dụng của ngân hàng thương mại theo mục tiêu điều hành chính sách tiền tệ. KBNN chưa thực hiện đa dạng hóa kỳ hạn

giấy tờ có giá mà ngân hàng thương mại có thể sở hữu. Giấy tờ có giá chủ yếu trong các phiên đấu thầu và giao dịch trên TTM chủ yếu có kỳ hạn 91 ngày, 182 ngày, 273 ngày và 364 ngày chưa thực hiện đấu thầu tín phiếu kho bạc có kỳ hạn ít hơn là 60 ngày, 30 ngày thậm chí có kỳ hạn 15 ngày hoặc 7 ngày để đáp ứng khả năng thanh toán của ngân hàng thương mại. Phát hành đan xen các loại tín phiếu kho bạc có kỳ hạn khác nhau, lãi suất không giống nhau sẽ đưa nhà đầu tư vào tình thế phải tính toán đến hiệu quả đầu tư khi tham gia đấu thầu hoặc tham gia nghiệp vụ TTM để mua hoặc bán tín phiếu Kho bạc nhằm lựa chọn loại tín phiếu kho bạc có kỳ hạn mong muốn. Đa dạng hóa kỳ hạn tín phiếu kho bạc đưa đến lãi suất trần do Bộ Tài chính qui định cho từng kỳ hạn tín phiếu của từng đợt phát hành sẽ khác nhau. Từ đó tạo ra nhiều điểm biểu diễn có kỳ hạn khác nhau tương ứng với mức lãi suất khác nhau trên đồ thị biểu diễn để hình thành đường cong lãi suất chuẩn của tín phiếu trên TTTT.

Thứ hai, các phiên đấu thầu đợt xuất có khối lượng lớn và kỳ hạn đa dạng của TPCP chưa thực hiện. Tổng số lượng các phiên đấu thầu tín phiếu hiện nay cao nhất là 56 phiên/năm tuy đã là mức tương đối cao, song với hiệu quả hoạt động của TTTT hiện nay hoàn toàn có khả năng thực nhiều phiên đấu thầu tín phiếu hơn mức hiện tại. Nghiệp vụ TTM từ tháng 11/2004 đã thực hiện 3 phiên giao dịch/tuần. Tuy nhiên, với hiệu quả hoạt động hiện nay cùng với việc đa dạng hàng hóa trên TTM được thực hiện thì hoàn toàn có thể nâng cao mật độ các phiên giao dịch trên TTM. Các phiên đấu thầu và giao dịch này vừa thu hút thêm nhiều thành viên tham dự để tăng tần suất đấu thầu tín phiếu và nâng cao kết quả đấu thầu tín phiếu vừa tạo điều kiện thuận lợi cho các ngân hàng thương mại lựa chọn tham gia đặt thầu hoặc mua, bán tín phiếu phù hợp với nhu cầu điều tiết vốn khả dụng của đơn vị.

Thứ ba, thị trường đấu thầu tín phiếu và TTM có mối liên hệ chặt chẽ lẫn nhau. Sự thành công ở nghiệp vụ TTM xuất phát từ sự thành công của thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc và ngược lại, việc điều hành có hiệu quả TTM làm cho thị trường đấu

thầu tín phiếu kho bạc trở nên hấp dẫn hơn. Cần phải tạo lập sự phát triển cân đối, đồng bộ giữa hai thị trường đấu thầu và TTM. Do đó, cần phải thiết lập mối quan hệ chặt chẽ hơn nữa giữa Bộ Tài chính và NHNN để phối hợp hành động không ngừng hoàn thiện và phát triển hai thị trường nói trên thể hiện sự phối hợp chặt chẽ trong điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tài chính.

Thứ tư, hệ thống thông tin, nhất là hệ thống thông tin về thị trường liên ngân hàng phục vụ công tác quản lý vốn khả dụng chưa được hoàn thiện. Thiếu thông tin kịp thời giữa NHNN Việt Nam và các thành viên thị trường làm cho NHNN không nắm được tình hình nguồn vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng, không nắm bắt kịp thời diễn biến thị trường làm cơ sở cho việc thực hiện nghiệp vụ TTM nói riêng và điều hành chính sách tiền tệ nói chung. Hạ tầng cơ sở mặc dù không ngừng được cải thiện qua các năm hoạt động nhưng trang bị vẫn còn lạc hậu so với các ngân hàng hiện đại trong khu vực và trên thế giới, đầu tư thiếu đồng bộ giữa NHNN và các thành viên thị trường gây ảnh hưởng nhất định nếu qui mô thị trường phát triển mạnh mẽ hơn hiện nay. Cụ thể là chưa nâng cấp và đồng bộ hệ thống máy móc thiết bị phục vụ TTTT, chưa hoàn thiện và hiện đại hóa công nghệ phần mềm nối mạng trong các giao dịch đấu thầu tín phiếu, nghiệp vụ TTM và công tác lưu ký giấy tờ có giá.

Sự không đồng bộ trong ứng dụng công nghệ thông tin giữa NHNN Việt Nam và một số thành viên thị trường (không thể kết nối trực tuyến) làm hạn chế số lượng thành viên tham gia, đặc biệt là các ngân hàng thương mại. Thành viên tham gia đấu thầu còn bị giới hạn, chỉ tập trung vào các thành viên là ngân hàng thương mại quốc doanh. Các ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài . . . vẫn đứng ngoài cuộc. Ít thành viên tham gia làm giảm tính cạnh tranh và tính sôi động của thị trường đấu thầu cũng như sự lan tỏa phạm vi tác động của nghiệp vụ TTM ra TTTT. Lý do ngân hàng thương mại ngoài quốc doanh không tham gia thị trường là do nguồn vốn nhỏ, vốn khả dụng hạn chế nên không có đủ điều kiện tham gia đấu thầu và do cách tổ chức đấu thầu hiện nay thực

hiện theo phương thức đấu thầu khối lượng và đấu thầu lãi suất (đấu thầu lãi suất chỉ chiếm tỷ trọng thấp). Các ngân hàng qui mô nhỏ, tiềm lực tài chính yếu, chưa thực hiện được việc theo dõi, phân luồng luân chuyển vốn theo từng kỳ hạn, nên năng lực quản lý vốn còn hạn chế. Bản thân một số ngân hàng chưa thực sự quan tâm, chưa chủ động trong việc tham gia các nghiệp vụ đấu thầu và giao dịch tín phiếu. Trên thực tế, thị trường tín phiếu hầu như chưa hình thành các thành viên có tính chuyên nghiệp như: công ty bảo hiểm, quỹ bảo hiểm, đặc biệt là các quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

Giao dịch với NHNN bằng chữ ký điện tử còn gặp không ít những khó khăn. Hiện nay mặc dù bản đăng ký mua bán giấy tờ có giá và hợp đồng, phụ lục hợp đồng đều được ký duyệt chữ ký điện tử trên mạng, sổ giao dịch NHNN vẫn yêu cầu phải có chữ ký của lãnh đạo ngân hàng thương mại trên bản in để chuyển tiền, không chấp nhận chữ ký điện tử và chữ ký cấp phòng của ngân hàng thương mại được ủy quyền.

Thứ năm, chưa có sự phối hợp nhịp nhàng, hiệu quả và đồng bộ giữa Bộ Tài chính và NHNN trong thực thi chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Việc điều hành chính sách tiền tệ được Quốc hội hoặc Chính phủ các quốc gia giao cho NHTU đảm nhận còn chính sách tài khóa giao cho Bộ Tài chính đảm nhận. Đây là hai chính sách riêng biệt và là bộ phận quan trọng thuộc chính sách tài chính quốc gia. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa có mối quan hệ đặc biệt tác động qua lại lẫn nhau. Ở Việt Nam, trong những thời điểm nhất định vẫn tồn tại những xung đột lợi ích giữa NHNN và Bộ Tài chính, theo đó, NHNN ưu tiên thực mục tiêu chính sách tiền tệ còn Bộ Tài chính ưu tiên thực hiện dự toán NSNN được duyệt. Thiếu sự phối hợp giữa hai chính sách mà mỗi cơ quan chỉ tập trung ưu tiên thực hiện các mục tiêu của chính sách tiền tệ hoặc chính sách tài khóa được giao phó thì chính sách tiền tệ có thể gây ảnh hưởng xấu đến hiệu quả của chính sách tài khóa hoặc ngược lại. Mỗi chính sách theo đuổi những mục tiêu và giải pháp khác nhau sẽ

dẫn tới sự xung đột ngoài qui luật thị trường. Cụ thể là chi NSNN ngày càng lớn để đáp ứng mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao khiến nhu cầu huy động vốn Chính phủ càng lớn, ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động huy động vốn của hệ thống ngân hàng.

Sự thiếu trao đổi thông tin hữu hiệu và các diễn biến khu vực ngân sách trong ngắn hạn giữa Bộ Tài chính và NHNN làm giảm hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ trong ngắn hạn. Các qui trình, thủ tục điều hành tiền tệ và nợ Chính phủ ngắn hạn còn nhiều bất cập, chưa hỗ trợ cho nhau một cách tích cực, đặc biệt về khuôn khổ thời gian điều hành của hai chính sách. Ngược lại, chính sách tiền tệ thắt chặt làm giảm lạm phát nhưng có thể làm cho nền kinh tế phát triển chậm lại, thậm chí dẫn đến suy thoái, dẫn đến nguồn thu NSNN bị giảm, khi đó Chính phủ buộc phải tăng vay nợ làm tăng cầu tiền tệ dẫn đến biến động lãi suất, gây mất ổn định TTTC. Ngoài ra, chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ cho phép duy trì lãi suất các khoản nợ công trên thị trường ở mức thấp. Tuy nhiên, với cơ chế chính sách tiền tệ nới lỏng này thì lạm phát hay thâm hụt NSNN có xu hướng gia tăng, dẫn đến lãi suất thực sẽ giảm nhưng cũng làm tăng mức độ rủi ro của nhà đầu tư. Khi lạm phát gia tăng thì mọi tính toán về tăng trưởng hoặc hiệu quả đều trở nên không chắc chắn và càng không thể mang tính bền vững.

Khi xây dựng chính sách tiền tệ, NHNN gặp nhiều khó khăn về số liệu thống kê, báo cáo về các vấn đề tài chính công . . . Sự không khớp nhau về thời gian báo cáo, về độ chính xác, đầy đủ và kịp thời của các báo cáo, số liệu, việc khó khăn về tính kết nối yếu tố con người và cơ sở vật chất của hai bộ phận, việc chưa thống nhất về biểu mẫu thống kê giữa NHNN và Bộ Tài chính hiện đang là những khó khăn trong dự báo, dự đoán cũng như đưa ra các quyết định đúng đắn về điều hành chính sách tiền tệ. Vì thế, không chỉ có vai trò của NHNN mà cần có vai trò của các bộ, ngành, địa phương liên quan dưới sự chỉ đạo thống nhất của Chính phủ. Đặc biệt là mối quan hệ giữa NHNN và Bộ Tài chính. Từ đó xác định ảnh hưởng đến mức cung

tiền tệ để định hướng lãi suất cơ bản trên thị trường. Lãi suất TTM sẽ là lãi suất ngắn hạn định hướng cho lãi suất thị trường liên ngân hàng. Tuy nhiên, lãi suất tín phiếu hiện nay chưa thực sự tự do hình thành trên quan hệ cung cầu (hiện nay lãi suất trong các phiên đấu thầu tín phiếu Kho bạc là lãi suất do Bộ Tài chính chỉ đạo). Điều này khiến lãi suất của tín phiếu Kho bạc chưa thực sự là lãi suất đầu tư thấp nhất của các ngân hàng thương mại (lãi suất cho vay có độ rủi ro bằng 0). Nhờ đó, đường cong lãi suất chuẩn trên thị trường vốn được hình thành để các ngân hàng thương mại xác định lãi suất huy động dài hạn ở mức hợp lý. Sự bất cập còn thể hiện ở việc hàng năm, NHNN tính toán mức cung ứng tiền, điều tiết khối lượng tiền phải do Chính phủ phê duyệt. Để tài trợ cho thâm hụt ngân sách, chính sách tiền tệ cần phải tính toán kỹ để xác định khối lượng tiền cần bơm, hút, trong khi đó Bộ Tài chính lại quy định tần suất tiến hành hoạt động các phiên đấu thầu chứng khoán nợ, quy định lãi suất chứng khoán Chính phủ và lãi suất tín phiếu phát hành qua NHNN luôn bị đẩy lên tối đa để huy động vốn. Điều này gây khó khăn cho việc điều hành chính sách tiền tệ của NHNN.

2.4.3. Những tồn tại của phương thức đấu thầu trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán Việt Nam

Nhìn chung, giai đoạn 2002-2004 có thể xem là giai đoạn khó khăn nhất của thị trường đấu thầu TPCP qua thị trường chứng khoán. Mục tiêu củng cố thị trường tạo động lực cho sự phát triển bùng nổ của thị trường đấu thầu TPCP đã không đạt được. Thực trạng này bắt nguồn từ các nguyên nhân:

Một là: Hành lang pháp lý vẫn cần tiếp tục được củng cố, hoàn thiện. Đến năm 2006 Luật Chứng khoán đã được ban hành và có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2007. Tuy nhiên, đến ngày 15/01/2007, Luật Chứng khoán vẫn chưa có các văn bản pháp qui dưới luật để hướng dẫn chi tiết thực hiện Luật Chứng khoán. Hoạt động đấu thầu và giao dịch TPCP trên TTCK vẫn và sẽ có thể sau ngày 1/1/2007 phải hoạt động dưới sự chi phối của các văn bản pháp qui dưới luật được ban hành trước khi có Luật

Chứng khoán. Luật Chứng khoán chưa có các điều khoản qui định cho thị trường OTC. Các văn bản pháp luật hiện nay chỉ cho phép hai chủ thể phát hành TPCP là KBNN và Quỹ hỗ trợ phát triển tổ chức đấu thầu TPCP, chưa có những qui định pháp luật cho phép mở rộng chủ thể tham gia tổ chức đấu thầu TPCP ra các định chế tài chính trong nền kinh tế hoặc các qui định pháp luật về tổ chức đấu thầu phát hành TPCP để lựa chọn các chủ thể có tiềm lực tham gia tổ chức đấu thầu phát hành TPCP giống như KBNN và Quỹ hỗ trợ phát triển. Thủ tục pháp lý về hành chính còn rườm rà, gây nhiều trở ngại cho việc ứng dụng công nghệ thông tin vào hoạt động đấu thầu. Đã có các văn bản pháp qui qui định cơ chế của công ty quản lý quỹ, quỹ đầu tư chứng khoán. Song, cơ chế này vẫn chưa thực sự thông thoáng và còn nhiều hạn chế. Chưa tập trung thúc đẩy sự phát triển của các tổ chức tài chính phi ngân hàng làm nhân tố quan trọng tham gia TTCK. Tổ chức tài chính phi ngân hàng tham gia vào thị trường đấu thầu TPCP nhiều nhất là các công ty bảo hiểm và quỹ bảo hiểm xã hội. Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán rất ít tham gia và trúng thầu tại các phiên đấu thầu TPCP. Mức vốn điều lệ tối thiểu qui định đối với quỹ thành viên là 5 tỷ đồng, chưa hứa hẹn hình thành nên các quỹ thành viên có vốn điều lệ lớn vài chục, vài trăm tỷ đồng để có đủ tiềm lực tài chính để tham gia đấu thầu cạnh tranh với các ngân hàng thương mại có tiềm lực tài chính lớn mạnh. Hiện nay, Chính phủ chưa giao nhiệm vụ cho Bộ Kế hoạch đầu tư hay Bộ Tài chính soạn thảo khung khổ pháp lý chi phối hoạt động của công ty định mức tín nhiệm. Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp vẫn thu thuế đối với phần chênh lệch giá khi chuyển nhượng TPCP giống như các chứng khoán khác. Thiết nghĩ, Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp nên qui định miễn giảm thuế cho phần thu nhập này góp phần tăng tính ưu việt của TPCP so với trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu. Mặt khác, dự thảo Luật thuế thu nhập cá nhân có hiệu lực áp dụng vào ngày 01/01/2009 sẽ thu thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập từ chứng khoán, bao gồm cả TPCP. Qui định này theo tác giả cần

điều chỉnh lại không thu thuế đối với TPCP mà chỉ thu thuế các chứng khoán khác còn lại để tăng tính ưu việt của TPCP.

Hai là: TTCK mới đi vào vận hành, đầu tư chứng khoán vẫn còn là lĩnh vực mới mẻ trong nền kinh tế, mạng lưới kinh doanh, nhất là môi giới chứng khoán còn quá mỏng và chưa chuyên nghiệp. Thị trường đấu thầu TPCP chưa có sự góp mặt đáng kể của các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp phi ngân hàng, những nhà tạo lập thị trường với kiến thức chuyên sâu, đầu tư dài hạn, có kinh nghiệm và am hiểu luật pháp trong lĩnh vực chứng khoán như: công ty chứng khoán, quỹ đầu tư, hiệp hội kinh doanh chứng khoán do chưa có qui chế hoạt động hoặc thiếu vốn điều lệ. Các thành viên tham gia đấu thầu TPCP qua TTCK phần lớn là các ngân hàng thương mại quốc doanh, công ty bảo hiểm có tiềm lực tài chính mạnh. Các nhà đầu tư này nắm giữ TPCP trúng thầu như 01 tài sản tài chính để cất trữ sinh lợi, không có nhu cầu phân phối, chuyển nhượng trái phiếu ra công chúng thông qua TTCK thứ cấp như các công ty chứng khoán. Đây là nguyên nhân đóng chặt cánh cửa phát triển của thị trường TPCP thứ cấp, do khan hiếm hàng hóa. Một khi thị trường thứ cấp hình thành nhưng hoạt động kém hiệu quả thì tất yếu sẽ không tạo được động lực thúc đẩy sự phát triển bùng nổ của thị trường sơ cấp phát hành TPCP. Điều này có thể nhận thấy trên TTTT. Khi thị trường đấu thầu tín phiếu hình thành và hoạt động hiệu quả sẽ làm cơ sở cho sự ra đời và phát triển của TTM nơi diễn ra hoạt động chuyển nhượng tín phiếu. Ngược lại, khi TTM hoạt động hiệu quả sẽ tạo động lực thúc đẩy sự phát triển bùng nổ của thị trường đấu thầu tín phiếu. TTCK là nơi giao dịch các chứng khoán dài hạn. Do đó, “rủi ro vỡ nợ”, “rủi ro về khả năng thanh khoản”, “rủi ro tái đầu tư”, “rủi ro về lạm phát” và “rủi ro về biến động giá” của trái phiếu cao hơn rất nhiều lần so với tín phiếu. Như vậy, hết sức cần thiết phải thiết lập và tạo ra sự phát triển đồng bộ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp để chuyển nhượng trái phiếu nhằm góp phần hạn chế bớt các rủi ro mà nhà đầu tư phải gặp và khuyến khích hoạt động mua bán TPCP của nhà đầu tư, thu hút được

nhà đầu tư không những tham gia mua TPCP qua thị trường đấu thầu (sơ cấp) mà còn phải kích hoạt hoạt động mua hoặc bán lại TPCP trên thị trường thứ cấp. Thị trường thứ cấp nơi diễn ra hoạt động chuyển nhượng TPCP vừa phải giảm thiểu “rủi ro vỡ nợ”, “rủi ro về khả năng thanh khoản”, “rủi ro tái đầu tư”, “rủi ro về lạm phát” cho nhà đầu tư nhờ khả năng chuyển nhượng nhanh chóng, kịp thời và hiệu quả, vừa phải là nơi tạo điều kiện thuận lợi, dễ dàng cho các nhà đầu tư nhỏ, lẻ tìm đến mua lại TPCP. Sự phát triển của thị trường thứ cấp sẽ góp phần tạo nên sự phát triển đồng bộ và ổn định của TTCK.

Ba là: Cơ chế phát hành TPCP tồn tại nhiều bất cập. Những thủ tục hành chính trong phát hành, giao dịch, thanh toán TPCP chưa thông thoáng. Rào cản hành chính đã góp phần làm chậm tốc độ thanh toán và giảm cường suất phát hành TPCP qua TTCK. Cơ chế lãi suất chưa thực sự hấp dẫn nhà đầu tư. Lãi suất trái phiếu cố định suốt kỳ hạn trái phiếu không hòa nhịp với sự thăng trầm của lãi suất thị trường, gia tăng “rủi ro về biến động giá”. Mặc dù Pháp lệnh 12/1999/PL-UBTVQH10 ngày 27 tháng 4 năm 1999 qui định công trái xây dựng tổ quốc sẽ đảm bảo lãi suất thực dương cho nhà đầu tư. Lãi suất công trái xây dựng tổ quốc (bán lẻ qua hệ thống KBNN) bao gồm cả mức trượt giá hàng năm, nhà đầu tư hưởng một tỷ lệ lãi suất không thấp hơn 1,5%/năm. Tuy nhiên, lãi suất các loại TPCP đấu thầu trên TTCK thì không được qui định trong pháp lệnh nêu trên. Vì vậy, TPCP trên TTCK vẫn là loại trái phiếu có lãi suất cố định theo kỳ hạn trái phiếu. Lãi suất luôn là vấn đề nhà đầu tư quan tâm dù là nhà đầu tư chuyển nhượng hay nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu để sinh lời. Do đó, lãi suất cố định trong môi trường giá cả và lãi suất luôn biến động sẽ gây ảnh hưởng đáng kể cho nhà đầu tư khi tính toán lợi ích họ nhận được. Tại các quốc gia có TTTC phát triển, thời kỳ đầu có sự tồn tại của trái phiếu lãi suất cố định. Nhưng trái phiếu có lãi suất thả nổi đã xuất hiện và chiếm ưu thế vì tính hấp dẫn và giá cả luôn biến động phù hợp với giá cả và lãi suất của thị trường. Tại Việt Nam, đến thời điểm này nhất thiết phải có loại TPCP lãi suất thả nổi để đảm

bảo lợi ích kinh tế thực sự cho và giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư gắn liền với sự biến động của lãi suất, tỷ lệ lạm phát, mức trượt giá trên thị trường. Kết quả trúng thầu xác định bởi lãi suất lẫn khối lượng đặt dưới sự chi phối của lãi suất chỉ đạo nên các phiên đấu thầu khó có kết quả trúng thầu và lãi suất trúng thầu chưa thực sự thể hiện quan hệ cung – cầu về vốn trên thị trường. Chưa xây dựng được quy chế cho hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán, hiệp hội đầu tư. Trách nhiệm và quyền hạn của các cơ quan tham gia, phối hợp, tổ chức đấu thầu TPCP chưa qui định rõ ràng, gây nhiều trở ngại trong quá trình thực hiện.

Kỳ hạn TPCP chưa được đa dạng nhằm góp phần làm phong phú TPCP trên thị trường với nhiều kỳ hạn khác nhau tương ứng với những mức lãi suất khác nhau nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư đa dạng của các nhà đầu tư chứng khoán có qui mô, tiềm lực tài chính và mục đích đầu tư không giống nhau. Hiện nay, Việt Nam chủ yếu phát hành TPCP có kỳ hạn 2 năm, 5 năm, 10 năm hoặc 15 năm. Các TPCP có kỳ hạn khác chưa được phát hành hoặc rất hiếm khi phát hành. Việc chỉ tập trung phát hành TPCP có kỳ hạn giống nhau, một mặt, chưa đa dạng hóa kỳ hạn TPCP, mặt khác, chưa hình thành được đường cong lãi suất chuẩn của TPCP trên TTCK làm lãi suất tham chiếu cho các loại chứng khoán khác. Ngoài việc lãi suất TPCP chưa được thả nổi, kỳ hạn TPCP chưa được đa dạng thì phương thức thanh toán lãi TPCP chưa thực sự mang lại lợi ích tối ưu cho nhà đầu tư nhằm kích thích động lực đầu tư TPCP trên TTCK. Nếu như kỳ hạn chưa đa dạng, lãi suất chưa thả nổi lẽ ra cần phải đa dạng hóa thời hạn thanh toán lãi suất TPCP tương ứng với từng TPCP có kỳ hạn khác nhau để tăng tính thu hút của TPCP với nhà đầu tư. Tuy nhiên, ở Việt Nam hiện nay thời hạn thanh toán lãi TPCP là mỗi năm một lần, lãi công trái xây dựng tổ quốc thanh toán khi đáo hạn (5 năm). Thời hạn thanh toán lãi suất như hiện nay chưa mang lại lợi ích và giảm thiểu rủi ro tái đầu tư cho người nắm giữ TPCP. Bài học kinh nghiệm tại thị trường trái phiếu Mỹ đã cho thấy việc đa dạng hóa thời hạn thanh toán lãi suất TPCP từ 1 năm xuống 9 tháng, 6 tháng rồi 3 tháng đã giúp

nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro tái đầu tư và kích thích hoạt động đầu tư TPCP sôi nổi hơn.

Bốn là: Hệ thống công nghệ thông tin giao dịch, thanh toán chưa được đầu tư đầy đủ, đồng bộ hoặc chỉ được đầu tư tương xứng với TTCK giai đoạn mới thành lập. Hệ thống công nghệ thông tin đang được sử dụng giao dịch chung cho cả trái phiếu và cổ phiếu, mặc dù hoạt động giao dịch TPCP có những đặc thù hoàn toàn khác so với cổ phiếu. TTCK với qui mô hoạt động phát triển mạnh mẽ như năm 2006 sẽ đối diện với những rủi ro có thể phát sinh do hệ thống công nghệ thông tin giao dịch, thanh toán chưa tương xứng. Từ năm 2006 – 2007, mạng giao dịch TTCK đã phải 02 lần ngưng hoạt động do lỗi kỹ thuật.

Hơn nữa, TTCK hiện nay chưa được trang bị một hệ thống dự phòng rủi ro trong giao dịch, thanh toán điện tử. Một khi khối lượng niêm yết và các lệnh giao dịch, thanh toán gia tăng sẽ tạo ra một áp lực rất lớn đối với hệ thống giao dịch, thanh toán hiện nay. Thanh toán gốc, lãi trái phiếu chỉ tập trung tại 01 số trung tâm thanh toán, các tổ chức lưu ký, KBNN ở các tỉnh, thành phố. Nhìn chung với những qui chế thanh toán trái phiếu hiện hành cùng với hệ thống công nghệ giao dịch, thanh toán còn bị hạn chế chưa thể là một cơ sở hạ tầng thanh toán hiện đại cung cấp tiện nghi giao dịch, thanh toán thuận lợi nhất mà các nhà đầu tư trái phiếu lẽ ra phải được hưởng.

Năm là: Mức độ công khai hoá thông tin còn giới hạn, chưa rõ ràng, minh bạch. Nhất là trong điều kiện Việt Nam chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm được thành lập và hoạt động để cung cấp dịch vụ xếp hạng và cung cấp thông tin đáng tin cậy cho nhà đầu tư. TPCP là hàng hóa trên TTCK. Nhà đầu tư phải có quyền được cung cấp thông tin giống như khi đầu tư vào các loại chứng khoán khác trên thị trường. Các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán trên thị trường chứng khoán bắt buộc phải kiểm toán độc lập báo cáo tài chính mỗi năm và công khai thông tin này cho các nhà đầu tư. TPCP cũng là một hàng hóa niêm yết trên thị trường nhưng các

báo cáo tài chính chưa được cung cấp kịp thời cho nhà đầu tư (báo cáo quyết toán NSNN phải mất 2 năm mới hoàn tất). Đầu năm, hoặc ở năm trước nữa nhà đầu tư không thể nắm bắt được trước kế hoạch phát hành TPCP trong năm đầu tư về khối lượng dự kiến phát hành, cơ cấu thời hạn trái phiếu và mục đích sử dụng vốn. Tình trạng thiếu hụt thông tin gây ra khó khăn cho việc hoạch định kế hoạch, phân phối vốn đầu tư dài hạn có hiệu quả. Hàng năm, Nhà nước tuy đã công khai về số lượng trái phiếu phát hành vay nợ trong năm nhưng chỉ công khai khi gần đến đợt phát hành chứ không công khai ngay từ đầu năm hoặc trước đó.

Ngoài ra, các thông tin về tình hình sử dụng vốn huy động từ TPCP cũng như việc đánh giá hiệu quả về mặt kinh tế-xã hội chưa bao giờ được công khai đầy đủ ra công chúng. Hệ thống cung cấp thông tin của thị trường còn thủ công, do đó chưa truyền tải hết được các thông tin đến nhà đầu tư một cách nhanh chóng, kịp thời. Phương tiện cung cấp thông tin hiện nay chủ yếu là bảng điện tử, báo chí hoặc một số công báo từ Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh hoặc của công ty chứng khoán. Phương tiện thông tin trực tuyến từ mạng internet, hoặc các Website chưa được sử dụng triệt để. Chưa khai thác hiệu quả của các phương tiện thông tin đại chúng để tuyên truyền, phổ cập kiến thức về TPCP và lợi ích của đầu tư TPCP, tư vấn đầu tư TPCP cho công chúng, qua đó, quảng bá thương hiệu TPCP. Rõ ràng, hiện tại nhà đầu tư TPCP đang phải đối diện với một rủi ro mà rủi ro này không có tại các quốc gia có TTTC phát triển. Đó là rủi ro về thông tin mà nhà nước phải có biện pháp để giảm thiểu rủi ro này cho nhà đầu tư TPCP.

Sáu là: Lịch sử, hiện tại và tương lai đã và sẽ chứng minh vai trò vô cùng to lớn của tổ chức định mức tín nhiệm trong sự phát triển của TTTC quốc gia và quốc tế. Trên thế giới, tại hầu hết các quốc gia có TTTC phát triển như: Mỹ, Anh, Nhật, Canada . . . đều có tồn tại ít nhất một tổ chức định mức tín nhiệm. Các tổ chức này hoạt động độc lập, chuyên nghiệp, có vai trò như một công cụ quản lý tài chính thúc đẩy và kiểm soát hoạt động của TTTC. Qui mô và tốc độ phát triển mạnh mẽ của các tổ

chức tín nhiệm mới thể hiện trong vài thập niên gần đây. Khu vực có TTTC mới nổi như Đông Á đã xây dựng, phát triển và không ngừng nâng cao chất lượng, hiệu quả hoạt động của các công ty xếp hạng tín nhiệm nhằm bảo vệ sự phát triển lành mạnh, bền vững của khu vực thị trường năng động. Điều này đã cho thấy sự thiếu hụt của một tổ chức định mức tín nhiệm trong TTTC Việt Nam.

TTCK Việt Nam đã hoạt động hơn 6 năm không có hoạt động hỗ trợ của tổ chức định mức tín nhiệm. Không có sự xuất hiện của tổ chức định mức tín nhiệm đã là mất đi những lợi ích của nhà đầu tư, nhà phát hành, trung gian tài chính, nhà quản lý thị trường và không nâng cao tính minh bạch của thị trường, tạo ra sự khác biệt với các quốc gia khác trong tiến trình hội nhập kinh tế khu vực và thế giới. Khó khăn nhất là nhà đầu tư phải tự mình nghiên cứu đánh giá, phân tích, xếp loại chứng khoán để lựa chọn đầu tư. Sự tham gia TTCK quốc tế của trái phiếu cũng phải có sự tác động của tổ chức định mức tín nhiệm. TTCK trong nước cũng hết sức cần có sự đóng góp của tổ chức định mức tín nhiệm để phát triển ổn định. Đây chính là thời điểm phải nghiên cứu, học hỏi kinh nghiệm, mô hình để xây dựng tổ chức định mức tín nhiệm hoạt động hiệu quả tại TTTC nước ta.

Bây là: Hiện nay, Việt Nam chưa thực sự nổi lũng những quy định làm hạn chế sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài để thu hút sự tham gia mạnh mẽ của những nhà đầu tư nước ngoài với trình độ quản lý và năng lực tài chính hùng mạnh tham gia vào TTCK Việt Nam. Quyền mua TPCP xem như quyền lợi nhà nước phân bổ có giới hạn cho nhà đầu tư nước ngoài chứ chưa thực hiện theo hướng mở rộng thu hút nhà đầu tư nước ngoài tham gia đầu tư TPCP như một hàng hóa đang cần nhà đầu tư. Việt Nam vẫn chưa cho phép thành lập công ty chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán 100% vốn nước ngoài. Mặt dù 29/09/2005, Thủ tướng ban hành quyết định 238/2005/QĐ-TTg thay thế Quyết định 146/QĐ-TTg ngày 17/7/2003 qui định tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam qui định tỷ lệ góp vốn của tổ chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài trong công ty chứng khoán liên doanh

hoặc công ty quản lý quỹ liên doanh tối đa là 49% vốn điều lệ. Tổ chức, cá nhân nước ngoài tham gia vào TTCK Việt Nam chưa có qui định đối tượng áp dụng là các quỹ đầu tư nước ngoài. Điều này đã hạn chế bớt sự tham gia của các nhà đầu tư chứng khoán nước ngoài chuyên nghiệp, đặc biệt là các nhà đầu tư lớn có tiềm lực tài chính mạnh. Một mặt, nhà đầu tư nước ngoài đều muốn thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài nhưng luật pháp hiện nay không cho phép. Mặt khác, luật pháp Việt Nam cho phép nhà đầu tư nước ngoài góp vốn cổ phần nhưng nhà đầu tư nước ngoài rất khó tìm kiếm được đối tác liên doanh phù hợp có năng lực tài chính mạnh, kinh nghiệm quản lý và kinh doanh chứng khoán có hiệu quả tại Việt Nam. Nhà đầu tư chứng khoán nước ngoài đến Việt Nam với mục đích đầu tư là trái phiếu lẫn cổ phiếu trên TTCK. Mặc dù nhà đầu tư nước ngoài không bị hạn chế tỷ lệ nắm giữ TPCP niêm yết trên thị trường. Nhưng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu niêm yết của một tổ chức phát hành bị khống chế không được vượt quá 49%. Kinh nghiệm phát triển TTCK tại khu vực Đông Á đã cho thấy sự thành công khi gia tăng các nguồn vốn nước ngoài đổ vào đầu tư chứng khoán dựa trên uy tín quốc gia, thị trường vốn mở, tỷ giá hối đoái ổn định và tình hình ổn định kinh tế vĩ mô, thành tích tốt trong thanh toán nợ nước ngoài, tiềm năng tăng trưởng của quốc gia. Rõ ràng những yếu tố này TTCK Việt Nam hoàn toàn có khả năng để thu hút đầu tư nước ngoài để góp phần thúc đẩy sự phát triển thị trường. Tuy nhiên, sự ảnh hưởng của những qui định pháp luật nêu trên đã hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào TTCK hiện nay.

Tám là: Môi trường kinh tế diễn biến phức tạp gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động của thị trường đấu thầu TPCP. Đầu tiên là sự bùng nổ của các giao dịch bất động sản, những cơn sốt nhà đất và món lợi nhuận khổng lồ từ đầu tư địa ốc đã trở thành nhân tố cạnh tranh về vốn dữ dội với TTCK. Do không chỉ những nhà đầu tư lớn mà ngay cả rất nhiều nhà đầu tư nhỏ, lẻ chuyên nghiệp lẫn người tiêu dùng đều tập trung một lượng vốn lớn để đầu tư vào thị trường nhà, đất nhằm tìm kiếm lợi

nhuận đầu tư hơn là tập trung vốn để đầu tư chứng khoán có mức lợi nhuận thấp, rủi ro.

Tiếp theo là biến động giá vàng thế giới và Việt Nam, giá vàng tăng nhanh chóng từ 5.120.000 đồng/lượng ở thời điểm 31/12/2001 tăng lên 6.370.000 đồng/lượng thời điểm 31/12/2002 và tiếp tục tăng lên mức giá 7.890.000 đồng/lượng vào ngày 31/12/2003 và đạt mức tính đến năm 2004 là 8.340.000 đồng/lượng, đến cuối năm 2005 tăng lên mức 9.660.000 đồng/lượng. Sang năm 2006 giá vàng đã đạt đến mức kỷ lục trong lịch sử Việt Nam trên 15.000.000 đồng/lượng đã gây sức ép buộc nhà đầu tư chứng khoán phải chuyển dịch cơ cấu vốn đầu tư để đề phòng rủi ro. Tuy nhiên, đây chỉ là mức kỷ lục giá vàng Việt Nam tính đến năm 2006, nhiều dự báo, tính toán của các nhà kinh tế trong lẫn ngoài nước đã khẳng định những bất ổn chính trị và nguy cơ chiến tranh ở khu vực Trung đông sẽ tiếp tục gây sức ép làm giá dầu thô tăng giá và giảm giá của USD sẽ khiến các nhà đầu chuyển sang đầu tư vàng để phòng thủ rủi ro do giá vàng sẽ tiếp tục tăng lên.

Ngoài ra, chỉ số tiêu dùng tăng cao và đạt mức 9,5% năm 2004 gần đến mức 02 con số. Chỉ số giá tiêu dùng đã tăng liên tục từ -0,6% năm 2000 lên 0,8% năm 2001 và tăng lên 4% ở năm 2002, đến năm 2003 giảm xuống còn 3% nhưng lại tăng mạnh ở năm 2004 với mức 9,5% và có phần giảm xuống trong năm 2005 ở mức 8,2% và năm 2006 đạt 6,6%. Lãi suất TPCP chưa được thả nổi theo mức trượt giá (trừ công trái xây dựng tổ quốc). Do đó, chỉ số tiêu dùng tăng liên tục và chưa có dấu hiệu được kiềm chế gây tâm lý hoang mang trong công chúng và nhà đầu tư khi nắm giữ chứng khoán.

2.4.4 Những tồn tại của phương thức bảo lãnh phát hành trái phiếu chính phủ ở Việt Nam

Chi phí bảo lãnh cao hơn so với chi phí tổ chức đấu thầu TPCP qua TTCK và bán lẻ qua KBNN.

Các đợt bảo lãnh phát hành tổ chức đan xen với các phiên đấu thầu TPCP qua TTCK và bán lẻ TPCP qua KBNN gây ra những cạnh tranh mạnh mẽ đối với hai phương thức phát hành qua TTCK và KBNN.

Bảo lãnh phát hành mang tính thỏa thuận hơn là đấu thầu nên chưa thể hiện được tính cạnh tranh như các nhà đầu tư tham gia đấu thầu trên TTCK.

Bảo lãnh phát hành là phương thức đảm bảo chắc chắn khối lượng chứng khoán của đợt phát hành đã được tiêu thụ. Do đó, bảo lãnh phát hành chỉ nên áp dụng cho các chứng khoán có rủi ro cao hoặc gặp khó khăn khi phát hành. Đối với TPCP do là chứng khoán có rủi ro thấp nhất trong điều kiện đã có TTCK và bán lẻ qua KBNN thì việc sử dụng bảo lãnh phát hành TPCP hiện nay là không phù hợp.

Tóm lại, chúng ta có thể tổng kết những tồn tại của thị trường TPCP Việt Nam hiện nay như sau:

Thứ nhất, thông tin về đợt phát hành TPCP nhìn chung chưa đầy đủ. Trong các đợt các đợt phát hành TPCP, Bộ Tài chính chưa công bố cho các nhà đầu tư biết về các thông tin như tình hình tài chính hiện nay của Chính phủ, kế hoạch vay trả nợ trong tương lai . . . Hiện nay, khung pháp lý vẫn thiếu (Luật chứng khoán đã ban hành và có hiệu lực từ ngày 1/1/2007 nhưng các qui định vẫn chưa đầy và đồng bộ, Luật chứng khoán chưa có các điều khoản chi phối thị trường OTC) các quy định điều chỉnh hoạt động thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Các tiêu chí về năng lực phát hành không được qui định rõ trong Luật mà qui định trong các văn bản dưới Luật nên đã khiến cho tổ chức phát hành và cơ quan quản lý mất nhiều thời gian đàm phán; do vậy đã hạn chế các tổ chức phát hành huy động thông qua phát hành trái phiếu.

Thứ hai, nhà bảo lãnh phát hành và nhà tạo lập thị trường chưa thể hiện được vai trò thực sự của mình trên thị trường trái phiếu. Hiện nay, số lượng thành viên đấu thầu trái phiếu tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh là 26 thành viên. Tuy nhiên, các thành viên này không tham gia đấu thầu một cách

thường xuyên mà chỉ có một vài thành viên tham gia. Đặc biệt, hầu hết các phiên đấu thầu chỉ có bình quân khoảng 3 - 4 thành viên tham gia. Điều này đã làm giảm tính cạnh tranh của các đợt đấu thầu TPCP. Các công ty chứng khoán chưa đóng vai trò thực sự là nhà tạo lập thị trường trên thị trường chứng khoán.

Thứ ba, hiệu quả của các đợt phát hành TPCP chưa cao; phát hành qua hệ thống KBNN tỏ ra kém hiệu quả do thời gian phát hành dài; chi phí cao, manh mún, khó thực hiện việc niêm yết và giao dịch trên TTCK. Bảo lãnh phát hành diễn ra đan xen với các phiên đấu thầu TPCP qua TTCK đã tạo sức ép cạnh tranh mạnh mẽ cho TTCK do các thành viên thành viên tham gia bảo lãnh nhiều hơn đấu thầu TPCP. Hơn nữa, phương thức phát hành trực tiếp qua hệ thống KBNN mang tính chất phân bổ hành chính, TPCP được bán lẻ theo khối lượng được phân bổ cho KBNN và lãi suất đã qui định sẵn chứ không bán thông qua các phiên đấu thầu cạnh tranh hình thành khối lượng và giá bán TPCP do cung cầu thị trường quyết định. Bên cạnh đó, phương thức bảo lãnh phát hành TPCP do KBNN và Quỹ hỗ trợ phát triển phát hành dù đạt được kết quả cao hơn TTCK và KBNN nhưng bảo lãnh thực hiện qua hợp đồng thỏa thuận chứ không qua đấu thầu như TTCK và lãi suất hình thành theo nhu cầu vốn sử dụng chứ không chịu sự chi phối và tác động của thị trường. Đây chính là tồn tại rất lớn của thị trường trái phiếu chính phủ. Các phương thức phát hành mang tính chất hành chính như bán lẻ qua KBNN và bảo lãnh phát hành dù huy động được vốn vay cho NSNN nhưng lại gây ra sự cạnh tranh mạnh mẽ với các phiên đấu thầu TPCP qua TTCK cùng thời điểm. Sự cạnh tranh không theo quy luật thị trường sẽ kiềm hãm sự phát triển TTCK nói chung và thị trường TPCP nói riêng. Do đó, Việt Nam cần có những giải pháp nhằm hoàn thiện hơn nữa phương thức bán lẻ qua KBNN nhằm giảm tính phân bổ hành chính và đảm bảo TPCP là hàng hóa chịu sự chi phối và quyết định của thị trường. Đồng thời ngưng phương thức bảo lãnh phát hành TPCP và cần phải tập trung tổ chức đấu thầu TPCP qua TTCK.

Thứ tư, thị trường TPCP hiện nay còn hạn chế về phương thức phát hành, chủng loại của TPCP và thiếu một lịch trình tổng thể về việc phát hành các loại TPCP. Trên thị trường thứ cấp chưa hình thành hệ thống các nhà tạo lập thị trường cho TPCP. Do không có nhà tạo lập thị trường và chưa có động lực thúc đẩy nhà đầu tư tham gia việc mua đi bán lại thị trường thứ cấp mà chủ yếu được giữ đến ngày đáo hạn để nhận lãi. Tổ chức định mức tín nhiệm chưa được thành lập tại Việt Nam.

Thứ năm, các loại trái phiếu được niêm yết trên TTCK còn quá ít, đặc biệt là trái phiếu công ty. Ngoài các loại trái phiếu niêm yết và giao dịch trên thị trường tập trung, số còn lại được giao dịch trên thị trường phi tập trung (chỉ mới thí điểm bước đầu tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội chứ chưa thực sự đã có thị trường OTC ở Việt Nam) và chưa có cơ chế quản lý và các qui định phát luật cho thị trường OTC nên nhà đầu tư và nhà phát hành đang phải đối diện với rất nhiều rủi ro trên thị trường phi tập trung. Hệ thống công nghệ thông tin phục vụ hoạt động đấu thầu, thanh toán TPCP chưa được đầu tư đầy đủ và đồng bộ và sẽ bị quá tải nếu khối lượng chứng khoán niêm yết và giao dịch gia tăng trong tương lai.

Kết luận chương 2

Hiện tại có nhiều phương thức phát hành trái phiếu được áp dụng tại Việt Nam. Tuy nhiên, giữa các phương thức phát hành có sự cạnh tranh lẫn nhau theo hướng thế mạnh của phương thức này sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả phát hành của phương thức khác. Đặc biệt TTCK mới thành lập và hoạt động còn quá non yếu trước các phương thức phát hành trái phiếu như: bán lẻ qua KBNN, bảo lãnh phát hành và đấu thầu qua TTTT. Thực trạng này đòi hỏi phải có giải pháp hoàn thiện các phương thức phát hành TPCP, định hướng chuyển dịch cơ cấu các kênh phát hành và lựa chọn kênh phát hành hiện đại, hiệu quả nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu trong tương lai. Bên cạnh đó, Nhà nước cần phải đánh giá TPCP không chỉ là một công cụ huy động vốn cho NSNN mà phải trở thành một hàng hóa chủ chốt trên TTTC. Để thực sự đóng vai trò là hàng hóa chủ chốt Nhà nước phải có

giải pháp chiến lược góp phần gia tăng “tính khả thi” của TPCP trên thị trường. TPCP phải thực sự thể hiện các ưu điểm vốn có của TPCP so với các loại chứng khoán khác nhằm thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư trên TTTC.

CHƯƠNG 3: HOÀN THIÊN PHƯƠNG THỨC HUY ĐỘNG VỐN TÍN DỤNG NHÀ NƯỚC BẰNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

3.1. ĐỊNH HƯỚNG CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2020

3.1.1. Mục tiêu đề xuất

3.1.1.1. Mục tiêu tổng quát

Xây dựng, hoàn thiện và thúc đẩy sự phát triển đồng bộ giữa thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp, thị trường trái phiếu ngắn hạn và trung và dài hạn cả về qui mô lẫn chất lượng nhằm thúc đẩy sự phát triển đồng bộ, ổn định và bền vững của thị trường TPCP.

Thị trường TPCP phải đáp ứng vai trò là kênh huy động, chu chuyển vốn ngắn hạn, trung hạn và dài hạn cho NSNN.

Hoạt động thị trường trái phiếu ngắn hạn và thị trường trái phiếu trung và dài hạn đòi hỏi phải có sự kết hợp nhịp nhàng, hiệu quả các chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ quốc gia. Nhằm góp phần đảm bảo môi trường vĩ mô ổn định và lành mạnh cho sự phát triển nền kinh tế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa nói chung và cho sự phát triển bền vững, ổn định của thị trường trái phiếu nói riêng.

Đẩy mạnh việc đa dạng hóa hình thức TPCP, phát triển TPCP có tính khả thi cao trên thị trường trái phiếu. TPCP không chỉ là công cụ vay nợ mà còn phải đảm bảo vai trò là hàng hóa chủ lực trên TTTC.

Tích lũy, học hỏi kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu ở các quốc gia có TTTC vững mạnh. Xây dựng vị thế thị trường trái phiếu Việt Nam được củng cố và nâng cao trên trường quốc tế trên cơ sở bảo đảm độc lập, tự chủ và ổn định tài chính quốc gia trong quá trình hội nhập tài chính.

Đội ngũ cán bộ phải được tuyển dụng, đào tạo và đào tạo lại để hội đủ năng lực và tri thức để quản lý và phát triển thị trường.

3.1.1.2. Mục tiêu cụ thể

“Duy trì nợ quốc gia không quá 50% GDP; nghĩa vụ trả nợ nước ngoài dưới 20% kim ngạch xuất khẩu; trong đó nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của Chính phủ dưới 12% thu NSNN. Bù đắp bội chi NSNN bằng nguồn vốn vay trong nước khoản 3-3,5% GDP và vay từ nước ngoài khoản 1-1,5% GDP” [3, tr.2].

Tiếp tục duy trì chính sách hoàn toàn không phát hành tiền để bù đắp bội chi tạm thời NSNN và thay thế bằng việc phát hành tín phiếu để vay nợ. Tỷ trọng phát hành tiền bù đắp thâm hụt tạm thời NSNN 0%, tỷ trọng vay nợ trong nước bù đắp thâm hụt tạm thời NSNN 100%.

“Tập trung sự tham gia của TPCP để đóng góp đáng kể vào giá trị TTCK đến năm 2010 đạt mức 10-15% GDP” [32, tr. 2], đến năm 2020 đạt 20 – 25% GDP.

Tổng vốn đầu tư toàn xã hội tăng trung bình 11-12%/năm, chiếm khoản 31-31% GDP. Vốn trong nước chiếm 60-65%, vốn nước ngoài chiếm 35-40% tổng vốn đầu tư. Trong tổng vốn đầu tư xã hội, dự kiến đầu tư phát triển từ NSNN chiếm 20-21%; đầu tư bằng TDNN chiếm 17-18%; khu vực doanh nghiệp Nhà nước đầu tư chiếm 19-20%; khu vực dân doanh đầu tư trực tiếp 24-25% và đầu tư trực tiếp nước ngoài chiếm 16-17% [3, tr. 2].

3.1.2. Các nguyên tắc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ

Phát triển thị trường TPCP phù hợp với điều kiện thực tế và định hướng phát triển kinh tế xã hội của đất nước, đồng thời phải phù hợp với các tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế, từng bước hội nhập với thị trường trái phiếu khu vực và thế giới.

Chuẩn hoá và thực hiện chuyển dịch cơ cấu phát hành TPCP qua các kênh phát hành, bao gồm: phát hành qua hệ thống KBNN, đấu thầu qua NHNN, TTCK và bảo lãnh phát hành. Căn cứ kết quả chuyển dịch cơ cấu phát hành sẽ lựa chọn kênh phát hành hiện đại và hiệu quả nhất cho thị trường TPCP Việt Nam và phù hợp với thông lệ quốc tế.

Xây dựng thị trường TPCP thống nhất trong cả nước, hoạt động an toàn, hiệu quả góp phần huy động vốn cho NSNN đồng thời hình thành lãi suất chuẩn trên TTTT, TTCK.

Hoạt động của thị trường trái phiếu phải được điều tiết bởi hệ thống pháp luật, tạo điều kiện để thị trường TPCP hoạt động ổn định và phát triển; “bảo đảm quyền, lợi ích hợp pháp và có chính sách khuyến khích các chủ thể tham gia thị trường” [32, tr. 2].

Hoạt động và phát triển của thị trường TPCP phải gắn liền với hoạt động và phát triển của TTCK, TTTT, thị trường bảo hiểm nhằm góp phần đảm bảo tính thống nhất của TTTC trong phạm vi quốc gia.

3.1.3. Định hướng phát triển thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam đến năm 2020

3.1.3.1. Mở rộng qui mô, kết quả hoạt động đấu thầu và giao dịch trái phiếu chính phủ trên thị trường chứng khoán

Tập trung mở rộng qui mô của TTCK tập trung, nâng cao năng lực đấu thầu TPCP trên TTCK tập trung. Thử nghiệm hoạt động tiến tới thành lập chính thức TTCK phi tập trung (OTC) vào năm 2010 để thúc đẩy hoạt động giao dịch TPCP trên thị trường OTC.

Đa dạng hóa TPCP phát hành trên TTCK theo hướng đa dạng hóa về kỳ hạn, đa dạng hóa hình thức phát hành, đa dạng về lãi suất để tạo điều kiện thuận lợi, thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường.

Chuyển đổi các “Trung tâm Giao dịch chứng khoán thành Sở giao dịch chứng khoán với hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát và công bố thông tin tự động hóa hoàn toàn” [32, tr.2].

“Thành lập các Trung tâm Lưu ký chứng khoán độc lập cung cấp các dịch vụ đăng ký chứng khoán, lưu ký và thanh toán cho hoạt động giao dịch chứng khoán;

mở rộng phạm vi nhằm cung cấp các dịch vụ đăng ký, lưu ký và thanh toán chứng khoán theo hướng hiện đại hóa” [32, tr.2].

“Phát triển các định chế tài chính trung gian cho TTCK Việt Nam” [32, tr. 3] theo hướng: tạo điều kiện thuận lợi để thu hút mọi thành phần kinh tế có đủ điều kiện thành lập công ty chứng khoán. Đối với nhà đầu tư nước ngoài cần nới lỏng hạn chế đối với nhà đầu tư nước ngoài để thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư chuyên nghiệp có tiềm lực tài chính mạnh. Khuyến khích việc thành lập các công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán cả về qui mô lẫn chất lượng và hoạt động để tập trung và kiểm soát, sử dụng có hiệu quả nguồn vốn đầu tư nhỏ, lẻ trên TTCK

Nghiên cứu, học tập kinh nghiệm để thành lập tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam.

Phát triển, qui hoạch, định hướng các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân trên TTCK. Theo hướng các nhà đầu tư có tổ chức sẽ thực hiện các chức năng của nhà tạo lập thị trường còn các nhà đầu tư cá nhân tham gia vào TTCK thông qua việc góp vốn vào các quỹ đầu tư.

3.1.3.2. Hoàn thiện thị trường đấu thầu tín phiếu kho bạc và nghiệp vụ thị trường mở

Chuẩn hóa các hình thức giấy tờ có giá trên thị trường đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ TTM.

Gia tăng mật độ đấu thầu tín phiếu qua TTTT.

Thúc đẩy sự phát triển ổn định, bền vững giữa thị trường đấu thầu tín và nghiệp vụ TTM.

Hoàn thiện hệ thống thông tin và hiện đại hóa kết cấu hạ tầng cơ sở, đa dạng hóa các thành viên tham gia đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ TTM.

Phối hợp nhịp nhàng và đồng bộ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa

3.1.3.3. Phát huy hiệu quả bán lẻ trái phiếu chính phủ qua kho bạc nhà nước

Chủ động, tích cực trong tiêu thụ TPCP.

Sử dụng hiệu quả nguồn lực nhân sự để đồng thời thực hiện tốt nhiệm vụ huy động vốn đồng thời thực hiện tốt nhiệm vụ quan trọng là điều hành ngân quỹ quốc gia của hệ thống Kho bạc.

Chuẩn hóa đối tượng mua TPCP theo hướng mở rộng triệt để đến tất cả các tầng lớp dân cư, thành phần kinh tế.

Hoàn thiện cơ chế thanh toán TPCP qua hệ thống KBNN.

3.1.3.4. Hoàn thiện phương thức bảo lãnh phát hành

Bảo lãnh phát hành không nên tổ chức đan xen với các phiên đấu thầu TPCP qua TTCK để giảm sức cạnh tranh giữa hai phương thức phát hành này mà lợi thế thường thuộc về phương thức bảo lãnh phát hành.

Bảo lãnh phát hành chỉ nên áp dụng cho các loại chứng khoán có rủi ro cao hơn TPCP.

Bảo lãnh phát hành chỉ nên xem là phương thức phát hành mang tính tình thế nhằm phát hành TPCP trong tình huống chịu áp lực rất lớn phải phát hành TPCP để vay nợ cho NSNN khi các phương thức phát hành khác đang kém hiệu quả. Không nên sử dụng thường xuyên, liên tục phương thức bảo lãnh phát hành để phát hành TPCP như các phương thức phát hành TPCP khác.

3.1.4. Các giải pháp thực hiện

Xây dựng, hoàn chỉnh và ổn định khuôn khổ pháp luật chi phối hoạt động thị trường trái phiếu. Xây dựng Luật Chứng khoán quốc gia theo “hướng bao quát, toàn diện từ trái phiếu đến cổ phiếu phù hợp với thực tiễn thị trường” [32, tr. 3]. Phối hợp chặt chẽ giữa NHNN, Ủy ban Chứng khoán, Bộ Tài chính và các cơ quan hữu quan trong việc hoàn thiện khuôn khổ pháp luật. Phối hợp giữa công tác giám sát và công tác thanh tra, kiểm tra việc tuân thủ pháp luật của các thành viên thị trường và

nghiên cứu áp dụng các chế tài dân sự, hình sự đối với các hành vi vi phạm pháp luật chứng khoán.

Thực hiện chuyển dịch cơ cấu các phương thức phát hành TPCP hiện tại. Mỗi phương thức có những ưu, nhược điểm khác nhau. Hoạt động chuyển dịch cơ cấu cần thực hiện từng bước theo một lộ trình thích hợp (không thể lựa chọn hoặc loại bỏ ngay lập tức các phương thức phát hành TPCP) nhằm phát huy tối đa hiệu quả và hạn chế những mặt tồn tại của từng phương thức phát hành. Tập trung chuyển hướng phát hành vào các phương thức phát hành hiện đại, tiên tiến đang được áp dụng tại các quốc gia có thị trường trái phiếu phát triển.

Đa dạng hóa và nâng cao chất lượng TPCP trên thị trường. Đa dạng hóa kỳ hạn, hình thức, lãi suất và chủ thể phát hành tạo đường cong lãi suất chuẩn cho TTCK và TTTT; xây dựng và thực hiện kế hoạch phát hành theo lịch biểu, nhằm cung cấp đều đặn khối lượng TPCP trên thị trường.

Thực hiện các chủ trương, chính sách nhằm đảm bảo quyền, lợi ích để khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức lẫn các nhà đầu tư nhỏ, lẻ tham gia thị trường trái phiếu. Thực hiện các chính sách pháp luật thuế ưu đãi thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao cho các nhà đầu tư tham gia thị trường đặc biệt là các chính sách, qui định được nới lỏng để thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư là các tổ chức nước ngoài và các cá nhân nước ngoài tham gia vào thị trường trái phiếu Việt Nam, nhằm bảo đảm sự gia tăng đồng bộ giữa mức cung và mức cầu trái phiếu trên thị trường.

Ứng dụng công nghệ thông tin hiện đại để xây dựng mạng lưới giao dịch, thanh toán và truyền tải thông tin giữa các chủ thể phát hành, quản lý thị trường và các nhà đầu tư tham gia thị trường. Hệ thống thông tin phải đảm bảo kết nối kịp thời, hiệu quả thông tin giữa Bộ Tài chính, KBNN, NHNN, Ủy ban Chứng khoán, các nhà đầu tư đảm bảo sự phối hợp nhịp nhàng, hiệu quả việc thực thi chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ quốc gia trong điều hành và quản lý và đầu tư trên thị trường

trái phiếu. Mạng lưới công nghệ thông tin về giao dịch, thanh toán vừa đạt được lợi ích đối với nhà phát hành, nhà quản lý thị trường vừa mang lại lợi ích cho nhà đầu tư tham gia thị trường.

Nâng cao kết quả đấu thầu và giao dịch TPCP trên TTCK sơ cấp và TTCK thứ cấp. Gia tăng cường suất và hiệu quả đấu thầu tín phiếu và giao dịch tín phiếu, trái phiếu qua nghiệp vụ TTM. Thực hiện sự phát triển đồng bộ giữa thị trường trái phiếu sơ cấp và thị trường trái phiếu thứ cấp để vươn tới sự phát triển toàn diện của thị trường trái phiếu.

Tranh thủ sự hỗ trợ, hợp tác từ phía Chính phủ hoặc tổ chức tài chính quốc tế về kinh nghiệm quản lý, phát triển thị trường, hoạch định chiến lược phát triển thị trường trái phiếu; “đào tạo đội ngũ nguồn nhân lực chất lượng cao để phục vụ công tác quản lý thị trường; từng bước mở cửa và hội nhập với TTTC thế giới theo lộ trình đã cam kết” [32, tr. 6].

Chuẩn bị lực lượng nhân lực chủ chốt để phục vụ hoạt động của thị trường. Nhân lực phải được tuyển chọn qua một qui trình tuyển dụng chặt chẽ, minh bạch, công khai, cạnh tranh qua qui trình tuyển dụng sàng lọc, tuyển dụng những con người hội đủ phẩm chất đạo đức, năng lực chuyên môn luôn có nhu cầu và khát vọng học tập, rèn luyện bản thân. Nguồn lực con người được tuyển chọn cần phải được đầu tư thỏa đáng thông qua các chương trình đào tạo, hợp tác đào tạo trong và ngoài nước để nâng cao chất lượng nguồn nhân lực yếu tố quan trọng cho sự phát triển thị trường trái phiếu.

Nhà nước là nhà đầu tư chính đảm bảo cơ sở vật chất, kỹ thuật và chi phí hoạt động cho các Sở giao dịch, Trung tâm Lưu ký, thị trường đấu thầu tín phiếu, nghiệp vụ TTM, KBNN. Đồng thời khuyến khích huy động các nguồn lực trong nước, nguồn tài trợ của nước ngoài, nguồn của các tổ chức, cá nhân tham gia thị trường để phát triển các tổ chức cung cấp dịch vụ hỗ trợ hoạt động phát hành và giao dịch trái phiếu.

Thị trường hoạt động minh bạch, công khai các số liệu về khối lượng trái phiếu mời thầu, đặt thầu, trúng thầu phải được công khai minh bạch dưới nhiều hình thức. Tình hình giải ngân nguồn vốn TPCP để sử dụng, hoạt động chi trả lãi và nợ gốc TPCP, kế hoạch huy động vốn TPCP, hiệu quả sử dụng vốn vay từ TPCP phải được công khai thường xuyên cho mọi tầng lớp dân cư, mọi nhà đầu tư trên thị trường.

Hàng năm, yêu cầu tổ chức định mức tín nhiệm quốc tế đánh giá chính thức về định mức tín nhiệm TPCP Việt Nam. Công khai kết quả ra thị trường trong và ngoài nước. Từng bước nghiên cứu để thành lập tổ chức định mức tín nhiệm Việt Nam.

3.2. Hoàn thiện phương thức huy động vốn tín dụng nhà nước bằng trái phiếu chính phủ ở Việt Nam

3.2.1. Đa dạng hóa hình thức trái phiếu chính phủ

Tiến tới chuẩn hoá các điều khoản của TPCP. Đối tượng đầu tư TPCP phải được mở rộng ra mọi thành phần, mọi tầng lớp công chúng trong lẫn ngoài nước nhằm tăng sức mua TPCP. TPCP bên cạnh chức năng là công cụ vay nợ cho NSNN đã trở thành hàng hóa trên TTCK. Đối với nhà đầu tư vấn đề quan tâm, đánh giá để ra quyết định đầu tư là lợi ích kinh tế và rủi ro phải gánh chịu khi đầu tư. Chính phủ phải đa dạng hóa kỳ hạn TPCP góp phần đa dạng hóa hàng hóa TPCP trên thị trường trái phiếu. Đa dạng hóa trái phiếu không chỉ đơn thuần là việc phát hành nhiều loại TPCP với kỳ hạn khác nhau mà còn phải kết hợp với việc đa dạng hóa về lãi suất TPCP, hình thức TPCP, phương thức thanh toán lãi và gốc TPCP. Đa dạng hóa hàng hóa TPCP phải đảm bảo mang lại những lợi ích khác nhau đối với từng đợt TPCP được phát hành. Nhà phát hành phải đảm bảo có những đợt phát hành TPCP mang lại lợi ích về kỳ hạn TPCP, có những đợt phát hành đem lại lợi ích về lãi suất TPCP hoặc có đợt đem lại lợi ích về hình thức TPCP hay lợi ích về phương thức thanh toán lãi và gốc TPCP cho nhà đầu tư. Sự đa dạng hóa sẽ mang

lại những thế mạnh riêng biệt khác nhau ở từng đợt phát hành TPCP để đa dạng hóa hàng hóa trên thị trường, luôn kích thích và thu hút nhà đầu tư qua các đợt phát hành TPCP. Nhà đầu tư sẽ có cơ sở để so sánh, phân tích, đánh giá và đi đến quyết định tham gia đấu thầu hoặc chuyển nhượng TPCP đang nắm giữ để mua TPCP mới phát hành. Đa dạng hóa hình thức TPCP (đa dạng kỳ hạn, lãi suất, loại hình và phương thức thanh toán gốc, lãi TPCP) sẽ góp phần tăng tính khả thi của TPCP và là yếu tố quan trọng thúc đẩy hoạt động thị trường TPCP thêm sôi động.

3.2.1.1. Đa dạng hóa kỳ hạn trái phiếu chính phủ

Mỗi kỳ hạn TPCP sẽ tương ứng với mức lãi suất nhất định. Giao điểm giữa kỳ hạn TPCP và lãi suất tương ứng sẽ hình thành một điểm biểu diễn trên đồ thị biểu diễn lãi suất và kỳ hạn của chứng khoán trên TTCK và giấy tờ có giá trên TTTT. Nhiều điểm biểu diễn trên đồ thị sẽ hình thành đường biểu diễn lãi suất chuẩn trên TTCK và TTTT. Đa dạng hóa kỳ hạn TPCP sẽ góp phần hình thành đường cong lãi suất chuẩn của TPCP trên TTCK và tín phiếu kho bạc trên TTTT làm cơ sở tham chiếu lãi suất cho các loại chứng khoán khác trên TTCK, TTTT.

Về kỳ hạn tín phiếu, kinh nghiệm tại Mỹ đã cho thấy Chính phủ thường phát hành tín phiếu vào thời điểm thu NSNN ở mức thiếu hụt tạm thời, thường là đầu năm hoặc đầu tháng và thời điểm đáo hạn tín phiếu kho bạc vào thời điểm thu NSNN ở mức cao vào giữa năm, giữa tháng hoặc cuối tháng. Kinh nghiệm từ một quốc gia có thị trường trái phiếu phát triển nhất thế giới đã cho thấy tầm quan trọng trong việc xác định kỳ hạn tín phiếu kho bạc. Bên cạnh đó, không chỉ là công cụ huy động vốn cho NSNN, tín phiếu kho bạc đã trở thành hàng hóa chủ chốt được đấu thầu và mua, bán trên thị trường đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ TTM. Đại bộ phận các thành viên tham gia thị trường đấu thầu tín phiếu và TTM là các ngân hàng thương mại. Do đó, kỳ hạn tín phiếu kho bạc cần phải được xây dựng sao cho có thể tạo điều kiện thuận lợi thúc đẩy hoạt động thị trường đấu thầu và TTM. Kỳ hạn giao dịch tín phiếu cần được điều chỉnh linh hoạt theo hướng đa dạng hóa cho phù hợp

với nhu cầu điều tiết linh hoạt vốn khả dụng của ngân hàng thương mại. Bộ Tài chính cần phối hợp với NHNN để đa dạng hóa kỳ hạn tín phiếu theo hướng tiếp tục duy trì phát hành tín phiếu có kỳ hạn 91 ngày, 182 ngày, 273 ngày và 364 ngày đã được đấu thầu và giao dịch rất thành công thị trường đấu thầu và TTM. Bên cạnh đó, phát hành và tăng dần tỷ trọng tín phiếu có kỳ hạn 60 ngày hoặc 30 ngày. Rút ngắn kỳ hạn tín phiếu sẽ tăng cường độ đấu thầu tín phiếu kho bạc liên tục qua thị trường đấu thầu tín phiếu. Hơn nữa, khối lượng tín phiếu kho bạc được phát hành liên tục hơn sẽ tạo ra nhiều hàng hóa có kỳ hạn khác nhau với mức lãi suất không giống nhau tham gia đấu thầu và giao dịch sẽ thu hút được sự tham gia của những nhà đầu tư có nhu cầu đầu tư và tiềm lực nguồn vốn khả dụng không giống nhau. Khi tín phiếu kho bạc kỳ hạn 60 ngày, 30 ngày được phát hành ổn định và có kết quả đấu thầu và giao dịch thành công, Bộ Tài chính và NHNN nên tổ chức thí điểm, thăm dò phát hành tín phiếu Kho bạc kỳ hạn ngắn hơn 15 ngày hoặc 7 ngày nhằm thu hút vốn và đáp ứng nhu cầu đầu tư ngắn hạn của ngân hàng thương mại. Trên cơ sở đa dạng hóa kỳ hạn tín phiếu, nghiên cứu xây dựng lãi suất chuẩn mực trên TTTT tiến tới xóa bỏ lãi suất chỉ đạo của Bộ Tài chính trong phát hành tín phiếu. Giao điểm của các kỳ hạn và lãi suất của tín phiếu trên thị trường sẽ hình thành đường biểu diễn chi tiết lãi suất chuẩn sát với cung cầu thị trường.

Về kỳ hạn TPCP Nhà nước cần thiết phải thay đổi kỳ hạn TPCP qua các đợt phát hành khác nhau hoặc trong cùng một đợt phát hành có thể phát hành nhiều loại TPCP có kỳ hạn khác nhau. Nhà nước phải đảm bảo TPCP có cùng kỳ hạn, trong cùng một đợt phát hành phải có cùng lãi suất giống như nhau. Phần lớn TPCP được phát hành trong thời gian qua chủ yếu có kỳ hạn 5 năm hoặc 10 năm, các kỳ hạn ngắn hơn hoặc dài hơn 5 năm và 10 năm gần như rất ít khi được phát hành. Chính sự thiếu đa dạng kỳ hạn TPCP đã dẫn đến việc chưa hình thành được đường cong lãi suất chuẩn của TPCP trên TTCK. Nhà đầu tư chưa có lãi suất chuẩn để làm cơ sở tham chiếu khi xây dựng danh mục đầu tư hiệu quả. TPCP chưa thỏa mãn được nhu

cầu đầu tư với những kỳ hạn khác nhau của các nhà đầu tư trên TTCK. Do đó, việc phát hành TPCP với những kỳ hạn khác nhau là hết sức cần thiết cho TTCK. TPCP phải được phát hành với các kỳ hạn từ 1 năm, 2 năm, 3 năm. . . trở đi chứ không chỉ tập trung phát hành TPCP có cùng kỳ hạn như nhau hoặc chỉ có một vài kỳ hạn nhất định.

3.2.1.2. Đa dạng hóa về lãi suất trái phiếu chính phủ và phương thức trả lãi

Chính phủ cần phải đa dạng hóa phương thức trả lãi ngoài qui định về trả lãi trước, trả lãi khi TPCP đến hạn cần phải thực hiện việc trả lãi định kỳ 9 tháng, 6 tháng, 3 tháng hoặc thậm chí 1 tháng/1 lần để giảm thiểu “rủi ro tái đầu tư” cho nhà đầu tư. TPCP vừa phải đảm bảo việc đem lại lãi suất và chênh lệch giá cho nhà đầu tư đồng thời vừa mang lại lợi ích kinh tế thực sự cho nhà đầu tư, giảm thiểu rủi ro thông qua hình thức thanh toán lãi định kỳ.

Cùng với việc phát hành trái phiếu có lãi suất cố định, Chính phủ cần thí điểm phát hành TPCP có lãi suất thả nổi theo mức trượt giá sẽ là một quyết định hết sức đúng đắn làm tăng “tính khả thi” của hàng hóa TPCP. Ngoài ra, cũng nên phát hành trái phiếu có lãi suất thả nổi theo tỷ lệ lạm phát hoặc phát hành trái phiếu chuyển đổi làm cho nhà đầu tư có thể đa dạng danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro. Xây dựng một cơ chế lãi suất thực sự hấp dẫn nhà đầu tư kể cả trong điều kiện lạm phát hay thiếu phát nhằm tối đa hoá lợi ích của nhà đầu tư trên cơ sở dung hoà với lợi ích của Nhà nước (Mức lãi suất danh nghĩa sẽ được loại trừ chỉ số lạm phát qua từng năm, luôn cam kết mức lãi suất thực dương cho người mua trái phiếu. Ngược lại, trong điều kiện thiếu phát mức lãi suất vẫn được cam kết giữ nguyên). Hoàn thiện qui trình thanh toán, chi trả lãi và gốc TPCP tạo điều kiện thuận lợi tối đa cho người mua trái phiếu. Đa dạng hóa lãi suất và phương thức trả lãi sẽ gây một số khó khăn nhất định cho NSNN trong công tác hạch toán, quản lý và phải thường xuyên xây dựng và thực hiện kế hoạch trả lãi TPCP và phải liên tục tính toán những biến động giá của TPCP do tác động của thị trường. Tuy nhiên, đa dạng hóa lãi suất và

phương thức trả lãi TPCP như đã nêu trên sẽ tạo ra một động lực đầu tư mạnh mẽ từ phía các nhà đầu tư nhằm thúc đẩy sự phát triển của TTCK.

3.2.1.3. Đa dạng các hình thức trái phiếu chính phủ

Tín phiếu là giấy tờ có giá ngắn hạn, thời gian đáo hạn dưới 1 năm. Vì vậy, tín phiếu kho bạc nên được phát hành dưới hình thức ghi sổ hơn là hình thức chứng chỉ. Đặc biệt là tín phiếu kho bạc ghi danh nên được tập trung phát hành dưới hình thức ghi sổ. Việc phát hành tín phiếu dưới hình thức bút toán ghi sổ sẽ tạo điều kiện cho việc giao dịch, thanh toán tín phiếu diễn ra nhanh chóng, dễ dàng trên thị trường nhờ vào số liệu lưu trữ trong hệ thống KBNN mà không cần sự xuất hiện của chứng chỉ. Điều này giúp tiết kiệm chi phí liên quan đến việc in, ấn và giám sát in, ấn tín phiếu mỗi năm. Đối với tín phiếu vô danh, cần tập trung phát hành dưới dạng chứng chỉ. Thuận lợi của loại trái phiếu ngắn hạn vô danh là thu hút các nhà đầu tư nhỏ, lẻ và trái chủ có thể mua, bán, chuyển nhượng, giao dịch một cách dễ dàng, làm cho trái phiếu ngắn hạn lưu thông nhanh chóng.

Bên cạnh các loại hình TPCP truyền thống Chính phủ cần triển khai thí điểm các loại hình trái phiếu hiện đại: trái phiếu lãi suất bằng 0, trái phiếu trả lãi định kỳ, trái phiếu thanh toán từng phần, trái phiếu thanh toán bằng hai đồng tiền.

Phát hành trái phiếu lãi suất bằng 0 hay còn gọi là trái phiếu được chiết khấu. Trái phiếu này lãi suất bằng không nhưng được bán theo giá thấp hơn mệnh giá của TPCP. TPCP lãi suất bằng 0 được bán bán với mức chiết khấu đáng kể so với mệnh giá. Nhà đầu tư sẽ thu được lợi nhuận tích lũy dưới dạng lãi từ vốn khi trái phiếu đến hạn thanh toán. Loại TPCP này sẽ được đấu thầu căn cứ khối lượng đặt thầu và mức chiết khấu chứ không đấu thầu căn cứ vào lãi suất TPCP.

Trái phiếu trả lãi định kỳ là loại TPCP được thanh toán mệnh giá khi đáo hạn. Tuy nhiên, lãi suất TPCP sẽ được thanh toán theo định kỳ chứ không phải khi đáo hạn TPCP. TPCP trả lãi định kỳ được phát hành có kèm theo phiếu lãi định kỳ. Mỗi lần thanh toán lãi sẽ được xác nhận trên phiếu lãi định kỳ. Phát hành TPCP trả lãi

định kỳ sẽ giảm áp lực phải tăng lãi suất TPCP để vay nợ làm ảnh hưởng nhất định đến lãi suất của TTTT. Đồng thời TPCP trả lãi định kỳ sẽ giúp nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro tái đầu tư và mang lại lợi ích kinh tế cho nhà đầu tư khi dùng tiền lãi để tái đầu tư.

Bên cạnh TPCP lãi suất cố định Chính phủ nên phát hành TPCP chỉ số kết hợp. Đây là loại TPCP mà lãi suất và giá trị thanh toán của TPCP sẽ được điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát hoặc chỉ số bán lẻ. Việc điều chỉnh theo chỉ số kết hợp giúp giảm thiểu rủi ro về lạm phát và đảm bảo lãi suất thực dương cho nhà đầu tư vì mục tiêu lãi suất. Đồng thời, chỉ số kết hợp sẽ làm cơ sở để tính toán biến động giá TPCP để đầu tư mua vào hoặc bán ra TPCP đang nắm giữ của nhà đầu tư vì mục đích hưởng chênh lệch giá TPCP. TPCP chỉ số kết hợp sẽ vừa thu hút nhà đầu tư hưởng lãi suất vừa thu hút được nhà đầu tư hưởng chênh lệch giá thúc đẩy thị trường TPCP hoạt động sôi nổi.

TPCP thanh toán từng phần là loại TPCP lãi suất được thanh toán khi đáo hạn nhưng gốc của TPCP sẽ được thanh toán từng phần theo định kỳ hàng năm. TPCP thanh toán từng phần sẽ giảm áp lực tăng lãi suất và giảm thiểu rủi ro tái đầu tư cho nhà đầu tư.

Trái phiếu vay nợ bằng ngoại tệ phát hành trong nước và trái phiếu quốc tế nên phát hành dưới dạng trái phiếu thanh toán bằng hai đồng tiền. TPCP này sẽ được thanh toán lãi suất hoặc giá trị thanh toán TPCP bằng hai đồng tiền. Khi lãi suất hoặc giá trị khi thanh toán sẽ được thanh toán bằng hai đồng ngoại tệ khác nhau sẽ giúp nhà đầu tư giảm thiểu rủi ro hối đoái nếu hai đồng tiền này có sự biến động tỷ giá theo hướng ngược chiều nhau. Đồng thời TPCP quốc tế nên được phát hành dưới dạng TPCP vô danh để tạo điều kiện thuận lợi cho việc thanh toán, chuyển nhượng TPCP quốc tế bên ngoài lãnh thổ Việt Nam.

3.2.2. Hoàn thiện phương thức bán lẻ trái phiếu chính phủ qua hệ thống kho bạc nhà nước

Mặc dù hệ thống KBNN hiện nay chỉ đóng vai trò là kênh bán lẻ TPCP nhưng nếu chỉ đánh giá về kết quả huy động vốn qua bán lẻ trái phiếu của KBNN dù đã giảm sút do sự phát triển của phương thức đấu thầu qua TTCK nhưng kết quả huy bán lẻ TPCP cũng còn khá lớn. Hiệu quả đạt được góp phần giải tỏa áp lực huy động vốn vay cho NSNN. Tuy nhiên, nếu đánh giá dưới góc độ phát triển TTTC, bài học rất lớn từ các quốc gia có TTTC phát triển đã chứng minh TPCP phải thực sự là hàng hóa chủ lực đóng vai trò quan trọng cho sự phát triển ổn định, bền vững của TTCK.

Có nhiều nhà nghiên cứu cho rằng kênh bán lẻ trái phiếu hiện nay qua hệ thống kho bạc tạo áp lực cạnh tranh rất mạnh mẽ với đấu thầu trái phiếu qua TTCK. Ngoài ra, những lợi thế về qui trình, kỹ thuật thuận lợi, dễ dàng trong bán lẻ trái phiếu tại KBNN đã gần như hoàn toàn tạo điều kiện thuận lợi thu hút những nhà đầu tư nhỏ, lẻ tham gia mua TPCP tại kho bạc hơn là tham gia TTCK thứ cấp nơi niêm yết và chuyển nhượng trái phiếu với qui trình, kỹ thuật qui định khắt khe hơn cho nhà đầu tư tham gia. Dù chỉ là hệ thống bán lẻ nhưng sự tham gia đông đảo của nhiều nhà đầu tư nhỏ, lẻ trải rộng trong toàn hệ thống KBNN cả nước từ trước năm 2006 đã mang lại kết quả bán lẻ trái phiếu vượt hơn nhiều lần kết quả đấu thầu trái phiếu qua TTCK. Do đó, đã có ý kiến cho rằng cần thiết phải ngưng bán lẻ TPCP qua hệ thống KBNN tập trung đấu thầu và chuyển nhượng TPCP qua kênh duy nhất đó là TTCK. Điều này sẽ tạo điều kiện giảm áp lực cạnh tranh cho TTCK, tạo ra sự phát triển thống nhất, đồng bộ giữa thị trường sơ cấp dành cho nhà đầu tư chứng khoán lớn, chuyên nghiệp tham gia đấu thầu TPCP lẫn thị trường thứ cấp dành cho nhà đầu tư chứng khoán lớn, chuyên nghiệp và nhà đầu tư nhỏ, lẻ tham gia mua, bán TPCP. Dù thực tế tại nước ta đã chứng minh sự chuyển giao toàn bộ việc đấu thầu tín phiếu từ KBNN sang TTTT đã mang lại thành công trên thị trường đấu thầu tín

phiếu và TTM. Nhưng cũng cần thiết phải lưu ý tín phiếu là loại TPCP ngắn hạn huy động vốn để bù đắp những thiếu hụt tạm thời cho NSNN; rủi ro tính thanh khoản, rủi ro về lạm phát, rủi ro tái đầu tư, rủi ro vỡ nợ của tín phiếu thấp hơn rất nhiều so với trái phiếu. Ngoài ra, tiềm lực tài chính lớn mạnh và sự phát triển của mạng lưới ngân hàng trong quá khứ và nhất là những năm sắp tới trong quá trình hội nhập WTO đã là yếu tố quan trọng dẫn đến sự thành công trong công tác đấu thầu tín phiếu qua TTTT. Bên cạnh đó, chúng ta có thể nhận thấy sự non yếu của TTCK mới thành lập và kết quả đấu thầu và giao dịch thực tế trên TTCK hiện nay còn khá thấp. Điều này cho thấy nếu không có những giải pháp để duy trì và thúc đẩy sự phát triển ổn định, bền vững của TTCK thì khó có thể trở thành phương thức phát hành TPCP giữ vị trí chủ lực. Do đó, hiện nay cho đến năm 2010, giải pháp cần thiết là vẫn phải tiếp tục duy trì kênh bán lẻ TPCP qua hệ thống KBNN. Từng bước thực hiện sự chuyển giao cơ cấu tiêu thụ trái phiếu từ hệ thống kho bạc sang TTCK. Khi các giải pháp thúc đẩy phát triển TTCK thực sự đem lại sức mạnh phát triển bền vững, ổn định trong một giai đoạn nhất định mới là thời điểm ngưng bán lẻ trái phiếu qua hệ thống KBNN tập trung toàn bộ TPCP để đấu thầu và chuyển nhượng qua TTCK vừa đảm bảo phát triển đồng bộ TTCK sơ cấp và thứ cấp, vừa đảm bảo khả năng huy động vốn cho NSNN. Hiện nay, phương thức bán lẻ trái phiếu qua hệ thống KBNN cũng cần thiết thực hiện một số giải pháp sau đây để hạn chế tính chất phân bổ hành chính và đảm bảo TPCP bán lẻ là hàng hóa thực sự do thị trường quyết định.

Thứ nhất: Dù hệ thống KBNN không còn nắm giữ vị thế độc quyền phát hành và tiêu thụ TPCP như trước đây nữa. Nhưng ở vị trí bán lẻ TPCP KBNN vẫn giữ vai trò là một kênh tiêu thụ chiếm một tỷ trọng vay nợ khá cao. Tuy nhiên, KBNN cần thiết phải chủ động hơn nữa để giảm tính thụ động trong việc bán lẻ TPCP nhằm rút ngắn thời gian huy động vốn theo kế hoạch dự kiến, giảm chi phí cơ hội trong đợt phát hành. Huy động vốn thông qua phát hành TPCP ngoài lợi nhuận

hợp lý cho nhà đầu tư nhà phát hành còn phải tạo được lòng tin và huy động được sự ủng hộ của mọi tầng lớp dân cư trong xã hội. Hơn nữa, TPCP không chỉ là công cụ vay nợ mà đã trở thành hàng hóa chứng khoán trên TTTC. Đã là hàng hóa để được thị trường chấp nhận thì không thể thiếu công tác tuyên truyền, tiếp thị. KBNN cần học hỏi bài học kinh nghiệm về tuyên truyền, tiếp thị trái phiếu của các ngân hàng thương mại và các quỹ đầu tư chứng khoán thực hiện trước mỗi đợt phát hành. Do đó, trước các đợt phát hành KBNN phải chủ động và tích cực quảng bá những ưu điểm và lợi thế tích cực của TPCP đối với cộng đồng. Các thông tin quảng bá phải được phổ biến rộng rãi, thường xuyên và hoàn toàn miễn phí trên tất cả các phương tiện thông tin đại chúng như: báo chí, truyền hình, phát thanh, mạng internet (thiết lập website quảng bá TPCP) chứ không phải đơn thuần tuyên truyền đại khái thông qua các băng rôn trước mỗi KBNN hoặc qua các văn bản pháp luật ở từng đợt phát hành. Các đợt tuyên truyền, vận động ngoài việc đưa đến người dân những thông tin về lợi ích kinh tế của TPCP mà còn phải tuyên truyền sâu rộng, làm nổi bật những lợi ích về mặt xã hội của từng đợt phát hành TPCP mang lại cho cộng đồng. Những kiến thức cơ bản về TPCP cần phải được biên soạn chương trình, áp dụng phổ cập ở bậc phổ thông trung học nhằm nâng cao nhận thức về TPCP cho cộng đồng dân cư. Mạng lưới KBNN được phân bố rộng khắp trong phạm vi cả nước. Đây chính là điểm thuận lợi cho hệ thống KBNN để tiếp cận cộng đồng trong công tác tuyên truyền, tiếp thị. Bên cạnh việc quảng bá trước đợt phát hành Kho bạc cũng nhất thiết phải cung cấp đầy đủ thông tin về khối lượng huy động được sau mỗi đợt phát hành. Đặc biệt là phải giải trình cụ thể và công khai các khoản chi từ nguồn vốn huy động được, phân tích, đánh giá hiệu quả sử dụng vốn vay về mặt kinh tế – xã hội cho cộng đồng dân cư được biết. Việc phổ cập và công khai hóa thông tin đại chúng như đã nêu sẽ tạo được niềm tin vững chắc, củng cố hệ số tính nhiệm (trong điều kiện chưa có tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam) đối với TPCP. Công tác này còn

góp phần tăng tính khả thi của TPCP, thu hút thêm nhiều nhà đầu tư nhằm rút ngắn thời gian bán lẻ TPCP qua hệ thống kho bạc như hiện nay.

Thứ hai: Dù chỉ là kênh tiêu thụ bán lẻ trái phiếu nhưng hàng năm kế hoạch bán lẻ trái phiếu dự kiến cũng như thực tế cho hệ thống KBNN là rất lớn và cao hơn cả kế hoạch và thực tế TPCP trúng thầu qua TTCK. Đây chính là một điểm khác biệt giữa nước ta và các nước có TTTC phát triển, nơi mà phần lớn TPCP đều được đấu thầu và chuyển nhượng qua TTCK. Áp lực về khối lượng TPCP bán lẻ mỗi năm đòi hỏi những giải pháp về nhân sự nhằm hạn chế sự xáo trộn hoặc trở ngại nhất định cho công việc điều hành ngân quỹ quốc gia và hạn chế chi phí cơ hội rất lớn cho hệ thống KBNN. Để khắc phục khó khăn này, trước hết vẫn là nâng cao “tính khả thi” của trái phiếu, rút ngắn thời gian bán lẻ trái phiếu qua quảng bá thông tin như đã nêu trên. Ngoài ra, KBNN phải nghiên cứu kỹ lưỡng về kế hoạch bán lẻ trái phiếu, phân tích những điều kiện thuận lợi và khó khăn trước mỗi đợt phát hành. Qua đó, lên kế hoạch sử dụng và tổ chức tập huấn cán bộ trước các đợt phát hành TPCP. Tạo điều kiện cho cán bộ KBNN vừa có đủ khả năng hoàn thành xuất sắc nhiệm vụ kiêm nhiệm tiêu thụ trái phiếu trong đợt phát hành lẫn nhiệm vụ phải đảm nhận hàng ngày tại KBNN, tránh những xáo trộn trong công việc hàng ngày do đợt phát hành trái phiếu gây ra theo phương châm “duy trì ổn định, hoàn thiện chức năng, hiện đại hóa công nghệ, phát triển nguồn nhân lực”. Mở rộng hợp tác quốc tế, nhất là quan hệ hợp tác trong khu vực để giao lưu trao đổi kinh nghiệm, học hỏi bồi dưỡng kiến thức nghiệp vụ KBNN để từng bước đưa hoạt động của KBNN tiến lên tầm chính qui hiện đại. KBNN nên thí điểm việc tổ chức bán lẻ trái phiếu thông qua các phiên đấu thầu tại KBNN nhằm rút ngắn thời gian và chi phí cơ hội trong bán lẻ TPCP.

Thứ ba: Chuẩn hóa theo hướng mở rộng đối tượng mua TPCP là biện pháp cần thiết được thực hiện qua qui trình pháp luật hóa. Đối tượng mua trái phiếu qua hệ thống KBNN phải mở rộng triệt để đến tất cả các cá nhân trong lẫn ngoài nước

(nhất là người nước ngoài không sinh sống và làm việc tại Việt Nam nhưng đi du lịch hoặc tham quan, công tác tại Việt Nam), đơn vị cơ quan và các tổ chức thuộc mọi thành phần kinh tế (trừ các thành viên của thị trường đấu thầu và bảo lãnh phát hành trái phiếu). Cần có sự phân biệt giữa thành viên tham gia kênh bán lẻ TPCP và các tổ chức là thành viên đấu thầu hoặc bảo lãnh phát hành để hình thành một ranh giới rõ rệt giữa các phương thức phát hành (các tổ chức kinh tế là thành viên đấu thầu và bảo lãnh TPCP thì không được tham gia kênh bán lẻ trái phiếu qua hệ thống kho bạc). Sự phân biệt này sẽ tạo ra sự chuyển dịch cơ cấu vay nợ giữa KBNN và các phương thức phát hành mới. Điều này sẽ tạo điều kiện cho mọi thành viên trong xã hội có cơ hội đầu tư vào TPCP – một công cụ nợ có độ tin cậy cao nhất tùy theo nhu cầu và khả năng tài chính của nhà đầu tư. Qua số liệu điều tra cơ bản của Bộ Tài chính năm 2003, tiềm năng vốn trong nền kinh tế của ta hiện nay còn rất lớn. Về nội tệ, nguồn vốn có thể huy động cho đầu tư bình quân mỗi năm khoảng 45-50 nghìn tỷ đồng. Về ngoại tệ, nguồn vốn có thể huy động khoảng 2-2,5 tỷ USD. Các thành viên mua trái phiếu phải được qui định theo văn bản pháp luật và tránh tình trạng phải qui định đối tượng mua trái phiếu qua hệ thống KBNN tại mỗi đợt phát hành do đối tượng mua trái phiếu có những thay đổi so với đợt phát hành trước đó.

Thứ tư: Cần thiết bổ sung, sửa đổi cơ chế thanh toán và lãi suất TPCP bán lẻ qua KBNN. Cần qui định chuẩn hóa về cơ chế thanh toán TPCP theo hướng thông thoáng nhất cung cấp tiện nghi thanh khoản tốt nhất cho nhà đầu tư trái phiếu khi đáo hạn. Trái phiếu ghi danh nên thực hiện thanh toán cả lãi và gốc trái phiếu khi đáo hạn giống như trái phiếu vô danh. Nghĩa là nhà đầu tư hoàn toàn có quyền lựa chọn nơi thanh toán tại các đơn vị KBNN hoặc tại các tổ chức lưu ký chứng khoán. Ngoài ra phải đảm bảo lợi ích kinh tế cao nhất cho nhà đầu tư TPCP. Đối với TPCP, khi đến hạn thanh toán mà chủ sở hữu chưa đến thanh toán, KBNN nên chuyển số tiền thanh toán vào tài khoản tiền gửi ngân hàng để đảm bảo nhà đầu tư được nhận lãi và gốc cùng với lãi tiền gửi không kỳ hạn trong thời gian chậm thanh toán và

không thu phí chuyển tiền của nhà đầu tư khi chuyển tiền từ kho bạc sang ngân hàng. Ngoài ra, trái phiếu trong cùng đợt phát hành dù được bán cao hơn hoặc thấp hơn mệnh giá đều phải đảm bảo cho các loại trái phiếu này có cùng một ngày đáo hạn, cùng một mức lãi suất và Bộ Tài chính. Bộ Tài chính nên bãi bỏ qui định cho phép KBNN được phép chiết khấu trái phiếu trước hạn căn cứ theo quyết định của Bộ Tài chính như hiện nay nhằm tạo điều kiện khuyến khích các loại trái phiếu của phương thức bán lẻ này có thể niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán thứ cấp hoặc thị trường OTC đang thí điểm ở Hà Nội. Cần phải tạo ra mối liên hệ dịch chuyển từng bước từ kênh bán lẻ sang TTCK theo hướng giảm dần các lợi thế tuyệt đối của kênh bán lẻ đồng thời tăng tính hấp dẫn thu hút nhà đầu tư nhỏ, lẻ tham gia TTCK thứ cấp khi muốn chuyển nhượng (thay vì chiết khấu trước hạn) hoặc mua trái phiếu (thay vì mua tại kho bạc).

3.2.3. Hoàn thiện phương thức đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ thị trường mở

TTTT đã đạt được những kết quả thần kỳ trong hoạt động đấu thầu tín phiếu và chuyển nhượng tín phiếu trên TTM. Những thành công to lớn đã mở đầu cho sự ra đời và phát triển mạnh mẽ của thị trường giấy tờ có giá ngắn hạn nói chung và thị trường tín phiếu kho bạc nói riêng. Bên cạnh những thành quả đã đạt được, TTTT đang đứng trước triển vọng phát triển mạnh mẽ hơn nữa trong tương lai trong bối cảnh hội nhập WTO và hội nhập tài chính quốc tế của Việt Nam. Tín phiếu Kho bạc đã và đang từ một công cụ huy động vốn ngắn hạn cho NSNN bù đắp thâm hụt tạm thời đã trở thành hàng hóa trọng yếu, quyết định hiệu quả hoạt động của thị trường trái phiếu ngắn hạn dưới sự quản lý, điều hành của NHNN thông qua thị trường liên ngân hàng. Sự ra đời và hoạt động tích cực của TTM đã hình thành thêm một công cụ gián tiếp góp phần cùng các công cụ gián tiếp khác để thực thi chính sách tiền tệ quốc gia, thúc đẩy nền kinh tế phát triển bền vững và ổn định theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Đây được đánh giá là sự thành công đáng trân trọng mà TTTT, trong

điều kiện TTCK mới thành lập phải đối diện với hàng loạt những khó khăn cần phải nỗ lực vượt qua để phát triển. Để gia tăng hiệu quả của thị trường đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ TTM thì TTTT cũng cần thiết thực hiện đồng bộ các giải pháp sau đây:

3.2.3.1. Gia tăng mật độ đấu thầu tín phiếu qua thị trường tiền tệ

Để khai thác tối đa hiệu quả đấu thầu tín phiếu kho bạc qua ngân hàng cần thiết phải tăng cường mật độ đấu thầu nhằm đảm bảo khối lượng vốn kịp thời cho NSNN và cung cấp đầy đủ, liên tục hàng hóa giao dịch trên TTM. Mặt khác, tăng khả năng điều tiết tiền tệ của nghiệp vụ TTM. Trong trường hợp cần thiết NHNN có thể mở thêm các phiên giao dịch lớn, các kỳ hạn khác nhau để ngân hàng thương mại lựa chọn, tham gia đặt thầu phù hợp với nhu cầu điều tiết vốn khả dụng của ngân hàng. Hiện nay số phiên đấu thầu tín phiếu thực hiện trong năm ở mức cao nhất là 56 phiên, tức là tổ chức khoảng 1 phiên/1 tuần. Mật độ đấu thầu 1 phiên/1 tuần là chưa phải là cao. Do đó, NHNN cần đề nghị Bộ Tài chính nghiên cứu và cho phát hành tín phiếu kho bạc có kỳ hạn dưới 60 ngày để tăng mật độ đấu thầu tín phiếu từ 1 phiên/ 1 tuần hướng đến mức độ 2 phiên/1 tuần. Bên cạnh đó, thu hút các nhà đầu tư chứng khoán và các nhà đầu tư có nguồn vốn khả dụng thấp, có nhu cầu chuyển đổi tín phiếu nhanh chóng để phục vụ nhu cầu vốn của đơn vị tham gia thị trường đấu thầu và TTM để gia tăng số phiên giao dịch của nghiệp vụ TTM. Nghiệp vụ TTM hiện nay cần tăng mật độ giao dịch đạt mức 1 phiên/ngày tức là 5 phiên giao dịch/tuần và giờ giao dịch là 11 giờ sáng như hiện nay. Mật độ giao dịch gia tăng sẽ tạo điều kiện cho NHNN có thể bổ sung hoặc hấp thụ vốn kịp thời theo nhịp độ tăng hoặc giảm nguồn vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng thương mại, tăng khả năng và mức độ can thiệp gián tiếp góp phần thực thi chính sách tiền tệ của công cụ nghiệp vụ TTM, mật độ giao dịch gia tăng cũng giúp cho NHNN kịp thời sửa chữa những sai lầm mắc phải ở các phiên giao dịch trước đó. Khi số thành viên tham gia TTM và khối lượng giao dịch trên TTM gia tăng trong những năm tới,

NHNN có thể tổ chức giao dịch 2 phiên/ngày vào lúc 11 giờ sáng và 15 giờ chiều. Khi đó, NHNN có thể can thiệp kịp thời tới thị trường để đáp ứng đầy đủ, nhanh chóng hơn nữa nhu cầu vốn của các tổ chức tín dụng thành viên cũng như hệ thống ngân hàng. Mật độ đấu thầu và giao dịch mua, bán tín phiếu kho bạc gia tăng sẽ góp phần gia tăng lượng vốn huy động và đẩy nhanh tốc độ chu chuyển vốn tín phiếu qua thị trường ngân hàng.

3.2.3.2. Thúc đẩy sự phát triển ổn định, bền vững giữa thị trường đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ thị trường mở

Tiếp tục duy trì và thúc đẩy sự phát triển mạnh mẽ hơn nữa của phương thức đấu thầu tín phiếu và chuyển nhượng tín phiếu qua TTM, song cần quản lý và điều tiết quá trình phát triển trên cơ sở phải đảm bảo được sự phát triển đồng bộ giữa TTM và thị trường đấu thầu theo phương châm: “Thị trường đấu thầu là cơ sở cung cấp hàng hóa chủ yếu cho nghiệp vụ TTM. Ngược lại, kết quả hoạt động hiệu quả của nghiệp vụ TTM sẽ tạo sự phát triển lên tầm cao hơn của thị trường đấu thầu”. Cần một sự phối hợp chặt chẽ giữa Bộ Tài chính và NHNN trên cơ sở phân tích, đánh giá thực trạng và hiệu quả hoạt động của thị trường đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ TTM, vốn khả dụng cần điều tiết của hệ thống ngân hàng thương mại. Định kỳ, hai cơ quan Bộ Tài chính và NHNN cần nắm bắt và phân tích kịp thời số liệu về vốn khả dụng của các tổ chức tín dụng và ngân hàng thương mại, kết hợp với kế hoạch phát hành tín phiếu kho bạc để bù đắp thâm hụt NSNN. Trên cơ sở phân tích, hai bên sẽ đối chiếu, so sánh giữa nhu cầu phát hành tín phiếu (mức cung hàng hóa) và nguồn vốn khả dụng (mức cầu hàng hóa) nhằm xây dựng kế hoạch, thời điểm đấu thầu hợp lý và hiệu quả nhất. Dự báo chính xác khả năng đấu thầu và kết quả giao dịch trên TTM để thực thi chính sách tiền tệ. Dựa vào kết quả phân tích, đánh giá và tham mưu của NHNN để xác định khối lượng tín phiếu Kho bạc phát hành đấu thầu. Đây sẽ là hàng hóa chủ yếu được giao dịch trên TTM.

Ngoài ra, để thu hút các nhà đầu tư, chính sách lãi suất cũng đặc biệt quan trọng. Lãi suất cần được xây dựng trên cơ sở phản ánh được quan hệ cung cầu về tín phiếu trên TTTT chứ không theo lãi suất chỉ đạo do Bộ Tài chính xác định. Tín phiếu kho bạc là trái phiếu ngắn hạn nhất với mức rủi ro thấp nhất, do đó lãi suất của tín phiếu cũng ở mức thấp. Trái phiếu có kỳ hạn khác nhau phải có mức lãi suất khác nhau, có hình thức thanh toán khác nhau cũng như có mức lãi suất không giống nhau. Lãi suất đấu thầu tín phiếu phải hình thành trên cơ sở cung cầu thực tế trên TTM, công cụ gián tiếp điều hành chính sách tiền tệ quốc gia.

Cần có cơ chế thông thoáng hơn để mở rộng các nhà đầu tư nhất là các nhà đầu chứng khoán chuyên nghiệp tham gia TTM để giao dịch giấy tờ có giá. Các giao dịch TTM rất ngắn hạn nên việc thanh toán phải đảm bảo nhanh chóng, chính xác và tiện lợi. Việc tạo lập và đưa vào sử dụng hệ thống thanh toán bù trừ trong phạm vi toàn quốc là rất cần thiết cho TTM. Trên cơ sở công nghệ thông tin hiện đại, hiệu quả hoạt động của TTM càng tăng. Khi đó, phần mềm kết nối giữa NHNN với các Ngân hàng thương mại đã được thực hiện, các công đoạn từ khi công nhận thành viên, đăng ký chữ ký điện tử, thông báo mời thầu, đăng ký giấy tờ có giá, xét thầu, tạo lập và ký hợp đồng mua bán lại, thanh toán chuyển khoản, thông báo . . . đều được thực hiện tự động hóa thông qua hệ thống điều khiển trung tâm NHNN. Điều này sẽ giúp các giao dịch trên TTM nói riêng và giao dịch ngân hàng nói chung được tiến hành thuận tiện, nhanh chóng, phù hợp với thông lệ quốc tế, tạo điều kiện hội nhập quốc tế về ngân hàng.

Bên cạnh việc đa dạng hóa kỳ hạn tín phiếu trên thị trường đấu thầu còn có thể tiến hành đa dạng hóa các giấy tờ có giá trên TTM, kể cả giấy tờ có giá dài hạn như: TPCP phát hành bằng ngoại tệ, TPCP, trái phiếu doanh nghiệp, thương phiếu, chứng chỉ tiền gửi còn hạn thanh toán dưới 1 năm, mở rộng nghiệp vụ mua bán có kỳ hạn (Repos) trên TTM để làm tăng khối lượng giấy tờ có giá giao dịch trên TTM, tạo mối liên kết giữa TTCK và TTTT.

NHNN cần phải quan tâm đến công tác về đào tạo cán bộ chuyên môn về thị trường đấu thầu lẫn cán bộ chuyên môn về nghiệp vụ TTM. NHNN nên có kế hoạch tuyển dụng và đào tạo nhân viên theo hướng gửi cán bộ đi học tập tại các quốc gia có TTM phát triển để tích lũy những kiến thức, kinh nghiệm cần thiết để áp dụng thích hợp cho tình hình cụ thể ở nước ta.

3.2.3.3. Hoàn thiện hệ thống thông tin và hiện đại hóa kết cấu hạ tầng cơ sở, đa dạng hóa các thành viên tham gia thị trường đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ thị trường mở

Để nâng cao hơn nữa hiệu quả hoạt động của thị trường đấu thầu tín phiếu, đặc biệt là nghiệp vụ TTM dưới hình thức công cụ gián tiếp điều hành chính sách tiền tệ quốc gia cần tiếp tục đổi mới các cơ chế, kỹ thuật nghiệp vụ khác phù hợp với tình hình thực tế của Việt Nam, như: hoàn thiện hệ thống thông tin, nhất là thông tin về thị trường liên ngân hàng phục vụ công tác quản lý vốn khả dụng. Nghiên cứu cải tiến qui trình kỹ thuật, chương trình phần mềm và đơn giản các thủ tục để tạo thuận lợi cho các thành viên tham gia và thu hút thêm nhiều thành viên mới. Để điều hành có hiệu quả nghiệp vụ TTM nói riêng và điều hành chính sách tiền tệ nói chung, NHNN cần có giải pháp hiệu quả hơn trong việc theo dõi thông tin về diễn biến hàng ngày trên thị trường liên ngân hàng. Đồng thời hoàn thiện qui trình thu thập thông tin, nâng cao chất lượng thông tin quản lý vốn khả dụng và dự báo vốn khả dụng của các ngân hàng thương mại.

Việc ứng dụng công nghệ hiện đại, đưa các giao dịch trên mạng vào hoạt động thị trường đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ TTM là hết sức cần thiết trong điều kiện hiện nay. NHNN cần khảo sát và tham khảo kinh nghiệm của các NHTU trên thế giới, vận hành có hiệu quả vào điều kiện thực tế của Việt Nam. Thiết lập mạng lưới thông tin giao dịch của thị trường theo một chương trình phần mềm hiện đại và phù hợp với điều kiện Việt Nam. Mạng lưới thông tin giao dịch phải được mở rộng phạm vi và kết nối trực tiếp giữa cơ sở giao dịch trung tâm với các thành viên, đảm

bảo chất lượng hoạt động và rút ngắn thời gian thực hiện các công đoạn giao dịch từ khi công nhận thành viên, thông báo mời thầu, xét thầu, thông báo kết quả trúng thầu, lập và ký hợp đồng mua lại đến khâu thanh toán, chuyển tiền. NHNN cần tích hợp phần mềm giao dịch nghiệp vụ TTM với phần mềm đấu thầu tín phiếu kho bạc, tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý giấy tờ có giá, thao tác nghiệp vụ và luân chuyển thông tin giữa hai thị trường sơ cấp và thứ cấp.

NHNN và Bộ Tài chính cần nghiên cứu giảm bớt mức vốn pháp định tối thiểu qui định đối với các thành viên tham gia đấu thầu tín phiếu xuống mức thấp hơn 20 tỷ đồng như hiện nay. Qui định này đã hạn chế sự tham gia của các chủ thể có vốn tiềm lực tài chính thấp, sở hữu không nhiều giấy tờ có giá (qui định này không khó khăn cho các ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng nhưng lại gây khó khăn cho các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư nhỏ). Để thị trường đấu thầu và nghiệp vụ TTM hoạt động hiệu quả và linh hoạt hơn thì cần khẩn trương có biện pháp thu hút sự tham gia của các chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh và ngân hàng thương mại cổ phần, công ty bảo hiểm, quỹ bảo hiểm, đặc biệt là các quỹ đầu tư trong và ngoài nước tham gia thị trường. Tạo được sức mạnh cạnh tranh trên thị trường, góp phần vừa là kênh huy động vốn đồng thời vừa là kênh để các tổ chức tín dụng và các tổ chức trung gian tài chính khác đầu tư vốn khả dụng để hưởng lãi với mức rủi ro gần bằng 0, khi cần thiết các thành viên dễ dàng giao dịch giấy tờ có giá trên TTM đáp ứng nhu cầu vốn cho đơn vị.

NHNN phải chấp nhận hoàn toàn các chữ ký điện tử trong các giao dịch điện tử với NHNN. Quốc hội đã thông qua Luật Giao Dịch Điện Tử vào ngày 29/11/2005 NHNN và các thành viên tham gia thị trường đều thuộc phạm vi điều chỉnh của Luật này. Đặc biệt là NHNN và các thành viên tham gia thị trường đều phải tuân thủ các qui định về chữ ký điện tử, giao kết và thực hiện hợp đồng điện tử, an ninh, an toàn, bảo vệ, bảo mật trong giao dịch điện tử, giải quyết tranh chấp và xử lý vi phạm ở chương III – Mục 1,2,3 và chương IV, chương VI, chương VII Luật Giao Dịch Điện

Tử. Khi các thành viên tham gia giao dịch điện tử đã thực hiện đúng các quy định của Luật Giao Dịch Điện Tử thì NHNN nếu không chấp nhận giao dịch điện tử hợp pháp thì sẽ chịu trách nhiệm trước pháp luật.

3.2.3.4. Phối hợp nhịp nhàng và đồng bộ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa quốc gia

Chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa quốc gia là hai bộ phận trọng yếu trong hệ thống chính sách vĩ mô, điều tiết nền kinh tế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa; là hai chính sách riêng biệt nhưng khi hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa quốc gia luôn tập trung vào mục tiêu thúc đẩy nền kinh tế thị trường tăng trưởng ổn định và bền vững. Chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa có mối quan hệ chặt chẽ đan xen và ảnh hưởng lẫn nhau trong quá trình hoạch định và thực thi. Để tăng cường hiệu quả thực thi chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa quốc gia thì hết sức cần thiết có sự kết hợp nhịp nhàng và đồng bộ giữa hai chính sách nêu trên. Sự phối hợp nhịp nhàng và đồng bộ sẽ góp phần tăng cường hiệu quả thực thi của từng chính sách. Ngược lại, nếu không có sự phối hợp nhịp nhàng và đồng bộ sẽ gây ra không ít tác động xấu đến hiệu quả thực thi chính sách tiền tệ hay chính sách tài khóa quốc gia.

Giải pháp quan trọng và hết sức cần thiết hiện nay ở nước ta để tăng cường hiệu quả phối hợp này là việc hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ phải đảm bảo duy trì tính ổn định của kinh tế vĩ mô trong khuôn khổ điều tiết lãi suất thị trường, kiềm chế lạm phát, ổn định sức mua đồng tiền, kiểm soát tỷ giá, huy động vốn và cung cấp vốn cho thị trường; phát triển hệ thống ngân hàng tạo cơ sở thúc đẩy kinh tế phát triển nhanh, bền vững qua đó tạo điều kiện tăng nguồn thu và huy động vốn để bù đắp thâm hụt cho NSNN. Đối với chính sách tài khóa, phải nỗ lực tập trung các khoản thu, chi NSNN nhằm đạt được mục tiêu ổn định nền kinh tế, chính trị, xã hội quốc gia, phát triển nền kinh tế vĩ mô bền vững, duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế, xác lập cơ sở kinh tế cho việc thực thi chính sách tiền tệ có hiệu quả,

kiểm soát lạm phát, giữ gìn sức mua của đồng tiền, ổn định và phát triển TTTT. Tóm lại, việc thu, chi Ngân sách và TDNN phải gắn chặt với nguyên tắc giữ ổn định tiền tệ. NHNN chỉ thực hiện được sự ổn định giá trị tiền tệ khi chính sách tài khoá của Chính phủ theo đuổi mục tiêu chính sách tiền tệ lành mạnh. Hạn chế đến mức thấp nhất những xung đột về lợi ích khi quá tập trung vào thực thi chính sách này gây ảnh hưởng xấu đến việc thực thi chính sách còn lại. Do đó, dù chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ là hai chính sách riêng biệt do hai cơ quan chủ quản khác nhau thực hiện đó là Bộ Tài chính và NHNN. Tuy nhiên, việc hoạch định và thực thi hai chính sách này không thể theo hai hướng riêng biệt tách biệt lẫn nhau mà phải được phối hợp tác động hỗ trợ lẫn nhau vì lợi ích chung của nền kinh tế vĩ mô.

Phải thiết lập mối quan hệ liên thông thường xuyên, liên tục trong quá trình hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ và chính sách tài chính giữa Bộ Tài chính và NHNN. Mối liên hệ phải thực hiện thông qua thông tin trao đổi, ý kiến đóng góp hoặc ý kiến tham mưu qua lại để hỗ trợ lẫn nhau trong hoạch định và thực thi từng chính sách. Xây dựng cơ chế cung cấp thông tin giữa NHNN và các Bộ, Ngành khác để có thể dự báo chính xác nhu cầu vốn khả dụng, kiểm soát được lượng tiền cung ứng trong nền kinh tế. NHNN phải được cung cấp những thông tin chính xác và kịp thời từ phía Bộ Tài chính về tồn Quỹ tiền mặt tại KBNN để tính toán lượng tiền cơ sở, số lượng huy động vốn và cho vay của các Quỹ ngoài Ngân sách để kiểm soát được tổng phương tiện thanh toán của toàn bộ nền kinh tế. Số liệu thống kê, báo cáo về các vấn đề tài chính công, nhất là kế hoạch về huy động vốn để bù đắp thâm hụt NSNN, biến động tài khoản Ngân sách tại NHNN phải được Bộ Tài chính cung cấp kịp thời cho NHNN. Ngược lại, NHNN phải cung cấp các thông tin về lãi suất, tỷ giá, lạm phát, phát hành tiền và khả năng vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng thương mại cho Bộ Tài chính. Sự trao đổi thông tin giữa hai bên phải được thực hiện liên tục, không bị gián đoạn và các bảng báo cáo phải đảm bảo: giống nhau về thời gian báo cáo, về độ chính xác và đầy đủ, kịp thời của các số liệu, phải thống nhất về

biểu mẫu thống kê giữa NHNN và Bộ Tài chính hiện đang nhằm giảm đi những khó khăn trong dự báo, dự đoán cũng như đưa ra các quyết định đúng đắn về điều hành chính sách tiền tệ cũng như chính sách tài khoá để mang lại hiệu quả tối ưu cho nền kinh tế vĩ mô. NHNN và Bộ Tài chính cần hoàn thiện các hạn chế về qui trình, thủ tục điều hành chính sách tiền tệ và nợ quốc gia theo hướng thống nhất khuôn khổ thời gian. NHNN và Bộ Tài chính cần phối hợp chặt chẽ hơn trong việc xây dựng và thực thi chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ hàng năm trên cơ sở mục tiêu về lạm phát, GDP và dự báo cán cân thanh toán. Bộ Tài chính cần phối hợp với NHNN trong việc lập dự toán NSNN, xác định qui mô thâm hụt, nhu cầu tài trợ và nguồn vốn vay trong nước và cân nhắc cẩn trọng các khoản vay nước ngoài. Bộ Tài chính quy định tần suất đấu thầu tín phiếu, lãi suất tín phiếu phát hành qua NHNN phải phù hợp với tính toán mức cung ứng tiền, điều tiết khối lượng tiền của NHNN chứ không thể qui định áp đặt vì sức ép vay nợ để bù đắp thâm hụt NSNN đã gây khó khăn cho việc điều hành chính sách tiền tệ. Bộ Tài chính phải cung cấp đầy đủ kế hoạch phát hành tín phiếu, TPCP và công trái mỗi năm cho NHNN nghiên cứu. Từ đó, Bộ Tài chính và NHNN cùng nhau trao đổi để quyết định về khối lượng, lãi suất mời thầu và thời điểm phát hành đảm bảo không làm giảm hiệu quả của chính sách tiền tệ. Bên cạnh việc tính toán cẩn trọng, Bộ Tài chính cần phải lắng nghe ý kiến tham vấn từ phía NHNN lẫn Ủy ban Chứng khoán quốc gia để quyết định kỳ hạn, lãi suất mời thầu, thời điểm phát hành phù hợp với nhu cầu thị trường nhằm đạt kết quả trúng thầu hiệu quả nhất. Để thực hiện tốt việc phối hợp không chỉ có vai trò của NHNN mà cần có vai trò của các Bộ, Ngành, Địa phương liên quan dưới sự chỉ đạo thống nhất của Chính phủ. Đặc biệt là mối quan hệ giữa NHNN và Bộ Tài chính. Từ đó xác định ảnh hưởng đến mức cung tiền tệ để định hướng lãi suất cơ bản trên thị trường. Cần nâng cao vị thế của NHNN trong điều hành chính sách tiền tệ: phối hợp chính sách cũng cần phải giải quyết các tác động của hai chính sách đến nền kinh tế

vĩ mô. Đã đến lúc cần phải có một Ủy ban liên ngành để thống nhất chỉ đạo về mối liên hệ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa.

3.2.4. Hoàn thiện cơ chế phát hành và chuyển nhượng trái phiếu chính phủ qua thị trường chứng khoán

3.2.4.1. Xây dựng, hoàn thiện, củng cố hành lang pháp lý

Quốc hội bên cạnh việc đã thông qua Luật Chứng khoán để đưa vào vận dụng đồng thời phải từng bước hoàn thiện, sửa đổi Luật Chứng khoán cho phù hợp với tình hình đặc thù của TTCK sơ khai đang từng bước phát triển và đang trong quá trình hội nhập quốc tế của Việt Nam. Luật chứng khoán đã thông qua về cơ bản đã quy định tương đối đầy đủ về tổ chức và hoạt động của TTCK, chào bán chứng khoán ra công chúng, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, các dịch vụ về chứng khoán và TTCK gần giống với các qui định Luật Chứng Khoán của một số nước trên thế giới như: Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan, Ba Lan, Bungaria. Song, Luật Chứng Khoán Việt Nam vẫn chưa có những điều khoản về thị trường phi tập trung (OTC). Bài học kinh nghiệm từ các quốc gia có thị trường trái phiếu phát triển nhất thế giới như Anh, khu vực Đông Á, đặc biệt là Mỹ, đã cho thấy vai trò to lớn của thị trường OTC đối với hoạt động phát hành và chuyển nhượng TPCP qua TTCK. Thậm chí, ngay tại Mỹ, nơi có thị trường TPCP phát triển nhất thế giới, toàn bộ TPCP phải được tập trung phát hành và giao dịch qua thị trường OTC. Ở Việt Nam, trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội thành lập năm 2005 hoạt động gần giống thị trường phi tập trung cũng đã đạt được nhiều thành công nhất định. Nhưng tại thời điểm hiện tại có thể nhận xét thị trường trái phiếu sơ cấp Việt Nam khá phức tạp với nhiều kênh phát hành đan xen với kênh đấu thầu qua TTCK. Do vậy, việc thành lập và đi vào hoạt động thị trường OTC đóng một vai trò quan trọng trong việc thực hiện mục tiêu phát triển TTCK nước ta trong thời gian tới, đảm bảo thị trường thật sự là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Hiện nay, hoạt động của thị trường OTC không trái với pháp luật hiện hành, nhưng nhìn chung các đối

tượng tham gia thị trường đang đứng trước nguy cơ phải gánh chịu không ít rủi ro nếu không được bảo vệ bởi bất kỳ khung pháp lý nào. Chính vì vậy, để đáp ứng nhu cầu hội nhập tài chính quốc tế và phục vụ cho sự phát triển của TTCK cần thiết phải bổ sung vào Luật Chứng Khoán những qui định về TTCK phi tập trung (OTC). Cụ thể là phải qui định đối tượng được phép thành lập trung tâm giao dịch OTC, thủ tục xin phép thành lập trung tâm giao dịch OTC, cơ cấu điều hành trung tâm OTC, các trường hợp bị giải thể trung tâm OTC, qui định các tiêu chuẩn thông thoáng để trở thành thành viên tham gia đấu thầu và chuyển nhượng TPCP trên thị trường OTC. Khi các tiêu chuẩn thông thoáng hơn, sẽ tạo điều kiện thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư nhỏ, lẻ hay tập trung mua TPCP tại KBNN và chiết khấu TPCP tại ngân hàng tham gia nhiều hơn vào TTCK OTC để đấu thầu và giao dịch TPCP. Dù chỉ là sự tập trung các nhà đầu tư nhỏ, lẻ tiềm lực tài chính mạnh mẽ, nhưng sự tập trung với số lượng đông đảo các nhà đầu tư này vẫn mang lại một kết quả đấu thầu và giao dịch mua bán TPCP đáng kể thông qua các quỹ đầu tư chuyên nghiệp. TTCK phi tập trung sẽ cùng phối hợp với TTCK tập trung để thúc đẩy sự phát triển của TTCK nói chung cũng như thị trường đấu thầu và chuyển nhượng TPCP nói riêng.

Luật Chứng Khoán Việt Nam nên dành riêng một số chương để xây dựng các qui chế riêng biệt về TPCP. TPCP phải được định dạng là loại chứng khoán đặc biệt, chịu sự chi phối của Luật Chứng Khoán. Các qui định về đấu thầu TPCP cũng cần phải được thể hiện trong Luật chứ không nên qui định riêng lẻ trong các văn bản dưới Luật như hiện nay. Luật chứng khoán cũng phải qui định bắt buộc công khai hóa thông tin của Nhà nước về TPCP. Những qui định pháp luật về TPCP cần được xây dựng đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và ổn định để tạo hàng lang pháp lý định hướng cho sự phát triển bền vững của thị trường đấu thầu TPCP trong tương lai. Ngoài ra, Luật Chứng khoán cần bổ sung các qui định nhằm tạo môi trường pháp lý thông thoáng cho phép các định chế tài chính có năng lực trong nền kinh tế tham gia đấu

thầu phát hành TPCP. Đối tượng được phép tham gia tổ chức đấu thầu TPCP cần phải mở rộng ra các định chế tài chính có tiềm lực mạnh chứ không chỉ giới hạn ở hai chủ thể KBNN và Quỹ Hỗ trợ phát triển như hiện nay. Sự tham gia của các chủ thể có tiềm lực trong nền kinh tế sẽ đóng góp thêm sức mạnh và nâng cao hơn nữa hiệu quả phát hành TPCP trên thị trường.

Bên cạnh đó, Nhà nước cần thực hiện chương trình cải cách sâu, rộng các quy định pháp lý về thủ tục hành chính tạo điều kiện cho việc ứng dụng công nghệ tin học vào hoạt động thị trường, vận dụng Luật Giao dịch điện tử để đẩy nhanh tốc độ thanh toán các giao dịch chứng khoán qua mạng. Xác lập khuôn khổ pháp lý hoàn chỉnh cho chữ ký điện tử để làm cơ sở pháp lý cho việc ứng dụng giao dịch, thanh toán điện tử nhằm cải tiến tốc độ thanh toán của TTCK. Đồng thời tạo khuôn khổ pháp lý để điều chỉnh các mối quan hệ phát sinh cũng như các tranh chấp, kiện tụng giao dịch, thanh toán điện tử. Đưa qui chế hoạt động Quỹ đầu tư chứng khoán, công ty quản lý quỹ vào Luật Chứng Khoán trên cơ sở đã hoàn thiện, sửa đổi các nội dung còn hạn chế. Đặc biệt là cần phải tăng vốn điều lệ của quỹ thành viên, hiện nay mức vốn điều lệ qui định tối thiểu là 5 tỷ đồng, với mức vốn điều lệ thấp như qui định sẽ tạo điều kiện ra đời của nhiều quỹ thành viên nhưng tiềm lực tài chính không đủ mạnh khi tham gia thị trường. Ngoài ra, điều kiện phát hành chứng chỉ quỹ ra công chúng có qui định tổng giá trị chứng chỉ quỹ xin phép phát hành đạt ít nhất 5 tỷ đồng. Đây là mức giới hạn chưa cao, cần phải tăng lên nữa để hình thành quỹ công chúng có sức mạnh tài chính thực sự. Loại hình chứng chỉ quỹ đầu tư còn khá mới mẻ với công chúng, Nhà nước cần có cơ chế, chính sách hỗ trợ thiết thực tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động của quỹ, khuyến khích các quỹ đầu tư chứng khoán huy động nguồn vốn tiềm năng trong công chúng, tập trung tiềm lực nhằm chuyên nghiệp hóa hoạt động của các quỹ đầu tư chứng khoán của các nhà đầu tư trong lẫn ngoài nước.

Thủ tướng Chính phủ cần sớm có văn bản giao nhiệm vụ cụ thể cho Bộ Kế hoạch và Đầu tư soạn thảo các điều kiện thành lập công ty định mức tín nhiệm, các điều kiện để các đối tượng trong và ngoài nước tham gia tổ chức thành lập công ty tính nhiệm và quy định ngành nghề định mức tín nhiệm thuộc diện ưu đãi, khuyến khích đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, Thủ tướng cũng nên có văn bản giao nhiệm vụ cho Bộ Tài chính soạn thảo các khuôn khổ pháp lý để tạo lập môi trường pháp lý cho công ty định mức tín nhiệm. Sự phối hợp chặt chẽ giữa hai cơ quan nói trên để xây dựng các văn bản pháp lý quy định về điều kiện kinh doanh và tạo lập môi trường hoạt động cho công ty định mức tín nhiệm.

3.2.4.2. Xây dựng, qui hoạch và phát triển hạ tầng cơ sở kỹ thuật cho thị trường

Thị trường đấu thầu TPCP khó có thể phát triển, hội nhập trong điều kiện hạ tầng cơ sở của thị trường chưa được kiện toàn. Ngược lại, khi khối lượng trái phiếu đấu thầu và giao dịch trên TTCK gia tăng phải đi đôi với cải tiến về căn bản hệ thống giao dịch và thanh toán. Điều này càng trở nên cấp bách vì vào tháng 1-2005 Việt Nam bắt đầu thực hiện các cam kết mở cửa TTCK với Mỹ theo lộ trình của Hiệp định Thương mại Việt-Mỹ. Từ năm 2008, TTCK Việt Nam sẽ là sân chơi bình đẳng cho các nhà đầu tư Mỹ và đầu tư nước ngoài khác với các nhà đầu tư trong nước. TTCK đang đứng trước những thách thức làm sao bảo đảm cho thị trường hoạt động thông suốt và đáp ứng nhịp độ tăng trưởng về quy mô, tần suất giao dịch trong thời gian sắp tới. Do đó, cần phải ưu tiên cho việc đẩy mạnh chương trình hiện đại hoá hạ tầng cơ sở, nâng cấp hệ thống công nghệ thông tin giao dịch, thanh toán TPCP nói riêng và các loại chứng khoán khác nói chung. Hoàn thành và đưa vào sử dụng hệ thống giao dịch chứng khoán hiện đại cho trung tâm giao dịch chứng khoán, trung tâm lưu ký chứng khoán. Xây dựng hai hệ thống công nghệ thông tin giao dịch, thanh toán riêng biệt tại TTCK. Một hệ thống sử dụng cho giao dịch, thanh toán trái phiếu và một hệ thống sử dụng trong giao dịch, thanh toán cổ phiếu. Ứng

dụng hệ thống viễn thông, thông tin liên lạc hiện đại vào hoạt động thị trường. Tăng cường đầu tư cơ sở vật chất tiên tiến và nhân lực điều hành cho các sở giao dịch chứng khoán. Ngoài ra, tạo điều kiện và khuyến khích các nhà đầu tư đầu tư cơ sở vật chất và trang thiết bị cho hoạt động giao dịch chứng khoán tại đơn vị. Bước đầu củng cố các trung tâm giao dịch chứng khoán, tổ chức lưu ký, trung tâm thanh toán TPCP tại các Tỉnh, Thành phố, lựa chọn công nghệ thanh toán hiện đại nhằm khai thác và phát huy tối đa hiệu quả của thanh toán, giao dịch điện tử. Tăng cường các giao dịch trực tuyến để giảm thời gian, gia tăng tốc độ thanh toán, giao dịch TPCP. Với tốc độ thanh toán, giao dịch là ba ngày (T=3) thể hiện tốc độ quá chậm. Ủy ban Chứng khoán đã phối hợp với Bộ Tài chính cải cách thủ tục quy định pháp luật về thời gian thanh toán để trước mắt giảm thời gian thanh toán, giao dịch trái phiếu xuống còn 2 ngày (T=2) năm 2005 và sau đó đã giảm xuống còn 1 ngày (T=1) năm 2006. Đây là một giải pháp hữu hiệu đối với việc đẩy nhanh tốc độ thanh toán, giao dịch TPCP đã đạt được và cần phải tiếp tục được duy trì.

Thiết lập hệ thống an ninh mạng dự phòng các sự cố trong giao dịch, thanh toán điện tử và bảo mật thông tin. Hoàn thành việc xây dựng cơ sở dữ liệu tập trung để phục vụ quản lý và điều hành thị trường. Tăng cường hợp tác quốc tế, tranh thủ tối đa sự hỗ trợ, tài trợ từ các chương trình, dự án quốc tế của các Chính phủ, tổ chức quốc tế nhằm khảo sát trình độ công nghệ thông tin hiện tại, nhận tư vấn, hỗ trợ của phía nước ngoài để hiện đại hóa mạng lưới công nghệ thông tin trong giao dịch, thanh toán chứng khoán. Từng bước hội nhập với hệ thống công nghệ giao dịch, thanh toán chứng khoán quốc tế. Với lợi thế của một TTCK ra đời muộn, Việt Nam có điều kiện lựa chọn công nghệ tiên tiến nhất cho hệ thống thanh toán, công bố thông tin. Tuy nhiên, vấn đề không phải là công nghệ hiện đại nhất với chi phí đầu tư cao mà là lựa chọn phù hợp nhất với hoàn cảnh Việt Nam.

3.2.4.3. Thực hiện công khai hoá thông tin

Tích cực thực hiện công khai hoá thông tin về TPCP, khắc phục tình trạng bưng bít thông tin hoặc công khai mang tính chất hình thức. Đầu tư chứng khoán là một hoạt động kinh doanh mạo hiểm có tính toán. Độ tin cậy của thông tin chính là cơ sở để các nhà đầu tư ra quyết định đầu tư và là yếu tố quyết định thành công hay thất bại của danh mục đầu tư, giảm thiểu rủi ro đầu tư. “Công khai hoá thông tin” là một điều khoản bắt buộc đối với mọi chủ thể phát hành chứng khoán, ngay cả Chính phủ cũng không có ngoại lệ. Chính phủ cần cải thiện khả năng tiếp cận thông tin về cơ cấu nợ, lý do huy động vốn và đặc biệt là chiến lược quản lý nợ. Các thông tin cơ bản về khối lượng phát hành, lãi suất và thời hạn như hiện nay có thể coi là quá ít ỏi so với những gì mà nhà đầu tư cần được biết. Việt Nam cần học hỏi kinh nghiệm của Thái Lan trong việc thành lập một Ủy ban phát triển thị trường trái phiếu trong nước, với sự tham gia của cả khu vực tư nhân và các trung gian tài chính trên thị trường có thể sẽ là một giải pháp tốt giúp Chính phủ nắm được nhu cầu và kỳ vọng của các nhà đầu tư đối với các sản phẩm chứng khoán nợ do Chính phủ phát hành. Chính vì vậy, một chiến lược phát triển thị trường trái phiếu nói chung và phát hành TPCP qua TTCK nói riêng chỉ có thể được coi là hoàn thiện nếu như chiến lược này được xây dựng dựa trên cơ sở hợp tác chặt chẽ giữa Bộ Tài chính, KBNN, NHNN, Ủy ban Chứng khoán, đại diện của các nhà đầu tư và các cơ quan có liên quan khác. Cụ thể là vào đầu năm, Chính phủ phải công khai kế hoạch phát hành TPCP trong năm về: thời điểm phát hành, khối lượng, lãi suất dự kiến, đối tượng tham gia . . . Vào cuối năm, Bộ Tài chính phải công khai báo cáo tổng hợp, chi tiết về tình hình sử dụng vốn huy động từ TPCP, bảng phân tích, đánh giá hiệu quả của các chỉ tiêu kinh tế – xã hội mang lại từ việc sử dụng vốn ra công chúng. Thông tin phải được truyền tải đến nhà đầu tư qua nhiều phương tiện. Đặc biệt là khai thác tối đa phương tiện thông tin trực tuyến từ mạng internet và các Website. Bên cạnh việc công khai hoá thông tin, Nhà nước đi đầu trong công tác phổ cập giáo dục đào tạo các kiến

thức, thông tin pháp luật qua việc tuyên truyền, đào tạo kiến thức về TPCP cho công chúng. Nâng cao nhận thức trong công chúng về vai trò, rủi ro và tính hữu ích của việc đầu tư TPCP.

3.2.4.4. Thiết lập mối liên hệ chặt chẽ giữa thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán

Từng bước thực hiện chuyển dịch cơ cấu phát hành trái phiếu giữa các kênh phát hành TPCP theo hướng giảm khối lượng trái phiếu bán lẻ qua hệ thống kho bạc tăng kết quả trúng thầu trái phiếu qua TTCK từ năm 2005 - 2010. Khi TTCK đủ sức mạnh và đạt hiệu quả cao trong đấu thầu và giao dịch TPCP thì lúc đó chỉ duy trì hai phương thức phát hành TPCP ra công chúng: đấu thầu qua TTCK (trung, dài hạn), đấu thầu qua TTTT (ngắn hạn) tập trung khai thác và liên kết thế mạnh của hai phương thức phát hành hiện đại này. Tránh hiện tượng duy trì quá nhiều phương thức phát hành TPCP đưa đến sự cạnh tranh gây bất lợi cho TTCK. Rõ ràng qua 55 năm thành lập và phát triển thì hệ thống ngân hàng có sức mạnh hơn rất nhiều về yếu tố con người, cơ sở hạ tầng và sức mạnh tài chính so với TTCK mới được thành lập tại nước ta. Tuy nhiên, cần phải tránh tình trạng phát triển riêng lẻ giữa TTTT ngắn hạn và TTCK trung và dài hạn. Cần phải thiết lập sự liên kết giữa thị trường vốn ngắn hạn và dài hạn theo nguyên tắc bình thông nhau để thực thi đồng bộ chính sách tài chính và tiền tệ. Qua sự liên kết sẽ tận dụng những ưu điểm của loại thị trường này để hỗ trợ cho sự phát triển thị trường khác. Trước mắt, với hiệu quả hoạt động khởi sắc của nghiệp vụ TTM trong khi TTCK thứ cấp hoạt động yếu kém, Nhà nước nên quy định cho phép TTM được phép mua – bán các TPCP còn dưới 1 năm sẽ đến hạn thanh toán. Trước mắt cần bãi bỏ nghiệp vụ chiết khấu TPCP trước hạn ở ngân hàng nhằm hướng nhà đầu tư tham gia giao dịch mua bán TPCP trên TTCK thứ cấp tạo điều kiện phát triển mảng thị trường này. Chiết khấu TPCP chỉ có tính chất hạn chế rủi ro thanh khoản của trái phiếu và đáp ứng nhu cầu đột xuất của nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu để nhận lãi suất chứ việc chiết khấu hoàn toàn không đáp

ứng nhu cầu chuyển nhượng trái phiếu để hưởng chênh lệch giá. TTCK sơ cấp và thị trường thứ cấp khó có thể phát triển nếu chỉ tạo điều kiện thuận lợi để thu hút các nhà đầu tư hưởng lãi suất trái phiếu mà không thu hút được sự tham gia của các nhà đầu tư hưởng chênh lệch giá khi chuyển nhượng TPCP. Nhu cầu chuyển nhượng trái phiếu khi có chênh lệch giá TPCP sẽ thúc đẩy giao dịch mua, bán trên TTCK thứ cấp thêm sôi nổi, đây là kết quả mà chiết khấu trái phiếu không thể làm được.

3.2.4.5. Thu hút và mở rộng nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài vào thị trường chứng khoán Việt Nam

Mở rộng giới hạn đầu tư cổ phiếu, trái phiếu đối với các nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK Việt Nam. Cho phép các tổ chức kinh doanh chứng khoán góp vốn mua cổ phần hoặc thành lập công ty chứng khoán liên doanh, cho quỹ đầu tư chứng khoán nước ngoài tham gia TTCK Việt Nam. Đối với đầu tư nước ngoài, việc nới lỏng hạn chế đối với đầu tư nước ngoài sẽ thu hút thêm vốn của nhà đầu tư nước ngoài, bao gồm: cá nhân lẫn nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài vào thị trường và đồng bộ với các quy định khác của Chính phủ về tỷ lệ tham gia của bên nước ngoài vào TTCK Việt Nam. Kinh nghiệm phát triển TTCK ở các nước khu vực Đông Á đã cho thấy hiệu quả đóng góp đáng kể của khu vực đầu tư ngoài cùng với các nhà đầu tư trong nước tiềm lực còn hạn chế để cùng nhau thúc đẩy thị trường phát triển. Việt Nam đã có nhiều giải pháp nhằm mở rộng đầu tư nước ngoài tham gia vào TTCK. Quyết định 238/2005/QĐ-TTg ngày 29/9/2005 đã qui định bổ sung đối tượng quỹ đầu tư nước ngoài vào đối tượng nước ngoài được phép tham gia TTCK. Bên cạnh đó, Quyết định đã tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đầu tư từ 30% lên mức 49%. Dù đã nâng lên tỷ lệ cao hơn nhưng rõ ràng đây chỉ có thể xem là giải pháp tạm thời chứ không thể là giải pháp dài hạn. Để thực sự thu hút tiềm lực đầu tư nước ngoài tham gia đầu tư tại thị trường nước ta thì Chính phủ cần tiếp tục nâng cao tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài để thu hút nhà đầu tư nước ngoài tham gia đầu tư cổ phiếu và trái phiếu trên TTCK. Tỷ lệ góp vốn, mua cổ phần của các tổ

chức kinh doanh chứng khoán nước ngoài trong công ty chứng khoán Việt Nam hoặc công ty quản lý quỹ Việt Nam vẫn qui định tối đa là 49% vốn điều lệ như Quyết định 146/2003/QĐ-TTg ngày 12/12/2003. Quyết định này chưa thực sự tháo bỏ những hạn chế giới hạn mức độ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường Việt Nam. Cần lưu ý bên cạnh hệ thống ngân hàng thương mại và công ty bảo hiểm có tiềm lực tài chính lớn mạnh, các nhà đầu tư chứng khoán nội địa còn khá non yếu về trình độ quản lý đầu tư lẫn năng lực tài chính. Để thúc đẩy sự phát triển thị trường đang cần có lực lượng đầu tư có tổ chức có trình độ quản lý, kinh nghiệm kinh doanh chứng khoán và đặc biệt là có năng lực tài chính vững mạnh. Đây là những yêu cầu mà nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài luôn luôn có. Do đó, Việt Nam cần tích cực hơn nữa để thu hút sự tham gia mạnh mẽ và hạn chế thấp nhất những giới hạn cản trở sự tham gia của đầu tư nước ngoài vào TTCK nhất là TTCK mới thành lập còn non yếu. Bên cạnh đó, xem đầu tư chứng khoán là lĩnh vực khuyến khích đầu không chịu thuế giá trị gia tăng và mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiện nay là 20%, miễn thuế thu nhập doanh nghiệp 02 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp trong 03 năm tiếp theo áp dụng cho cả nhà đầu tư trong lẫn ngoài nước về chứng khoán hiện nay. Rõ ràng mức ưu đãi này chưa cao đối với nhà đầu tư chứng khoán trong lẫn ngoài nước. Nhất là đối với các tổ chức đầu tư nước ngoài đối tượng đang cần mời gọi vào thị trường vẫn không có sự ưu đãi hơn nữa dành riêng cho tổ chức đầu tư nước ngoài khi tham gia TTCK Việt Nam. Như vậy, tạm thời cần có khuyến khích, ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp dành cho doanh nghiệp đầu tư nước ngoài cao hơn so với doanh nghiệp đầu tư trong nước. Khi đã thu hút được sự tham gia đông đảo nhà đầu tư nước ngoài và thúc đẩy TTCK hoạt động hiệu quả thì tiến tới giảm dần ưu đãi nói trên để cân bằng ưu đãi cho đầu trong và ngoài nước.

3.3. XÂY DỰNG MÔ HÌNH TỔ CHỨC ĐỊNH MỨC TÍN NHIỆM VIỆT NAM

Tổ chức định mức tín nhiệm 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. Việt Nam hoàn toàn chưa có sự ra đời của một tổ chức định mức tài chính tầm cỡ quốc gia. Vì chưa có tổ chức định mức tín nhiệm, trong khi thị trường đang cần một định chuẩn; trong xu hướng hòa nhập thị trường vốn quốc tế cũng cần tới định chuẩn đó. Theo một số chuyên gia, đó là một chứng chỉ “ISO” cho trái phiếu. Có thể thấy giá trị của chứng chỉ này cụ thể nhất trong đợt phát hành TPCP ra thị trường quốc tế vào tháng 10/2005. Một số tổ chức đánh giá tín nhiệm trên thế giới đã nâng chỉ số tín nhiệm của Việt Nam, qua đó góp phần quan trọng cho thành công của đợt phát hành TPCP ra nước ngoài đầu tiên của Việt Nam. Ở Chương 1, tác giả cũng đã phân tích rất chi tiết về sự ra đời, phát triển và kinh nghiệm xây dựng mô hình tổ chức định mức tín nhiệm đối với TTTC quốc gia. Hiện nay, Việt Nam phải học hỏi kinh nghiệm xây dựng và quản lý hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm từ các nước phát triển. Mỗi nước có một mô hình tổ chức định mức tín nhiệm riêng biệt với những ưu và nhược điểm khác nhau của mỗi mô hình. Nhìn chung bài học kinh nghiệm cho thấy tổ chức định mức tín nhiệm tại các quốc gia được xây dựng theo ba loại hình doanh nghiệp như sau: doanh nghiệp Nhà nước, doanh nghiệp tư nhân dưới dạng cổ phần hoặc trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp liên doanh. Xét ở hoàn cảnh Việt Nam hiện nay xin được đề nghị hai phương án để xây dựng tổ chức định mức tín nhiệm.

Phương án 1: Tổ chức định mức tín nhiệm dưới dạng một công ty cổ phần

Quá trình cổ phần hóa mạnh mẽ hệ thống doanh nghiệp 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. Một điều chắc chắn là số lượng các doanh nghiệp cổ phần hóa từ doanh nghiệp Nhà nước và các doanh nghiệp cổ phần mới thành lập sẽ tăng lên đáng kể; “Bên cạnh đó những ưu đãi và

khung pháp lý cho loại hình doanh nghiệp này khá hoàn thiện” [25, tr. 111]. Hơn nữa, cổ phần sẽ tạo điều kiện phát huy tính trung lập của tổ chức định mức tín nhiệm 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 định mức tín nhiệm là khá hợp lý. Để thực sự phát huy tính độc lập của tổ chức định mức tín nhiệm tổ chức theo mô hình cổ phần thì cơ cấu sở hữu của tổ chức này phải do nhiều chủ thể nắm giữ. Tuy nhiên, phải 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 định mức tín nhiệm” [25, tr. 112].

“Tổ chức định mức tín nhiệm 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” [25, tr. 113]. Tuy nhiên, cần thu hút sự tham gia của những cổ đông có uy tín trong TTTC trong và ngoài nước như: Bộ Tài chính, NHTƯ, Ủy ban Chứng khoán quốc gia, các tổ chức định mức tín nhiệm xuyên quốc gia. 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 định mức tín nhiệm. Để phát huy tối đa tính độc lập của tổ chức định mức tín nhiệm. Công ty cổ phần định mức tín nhiệm cần huy động nhiều cổ đông khác tham gia bên cạnh các cổ đông chủ chốt nêu trên. Công ty cổ phần định mức tín nhiệm hạn chế tối đa sự tập trung quá nhiều cổ phiếu vào tay một hoặc một số cổ đông. 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 5%. Đồng thời qui định thời hạn chuyển nhượng cổ phiếu 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 cổ phiếu của công ty sẽ được niêm yết trên thị trường.

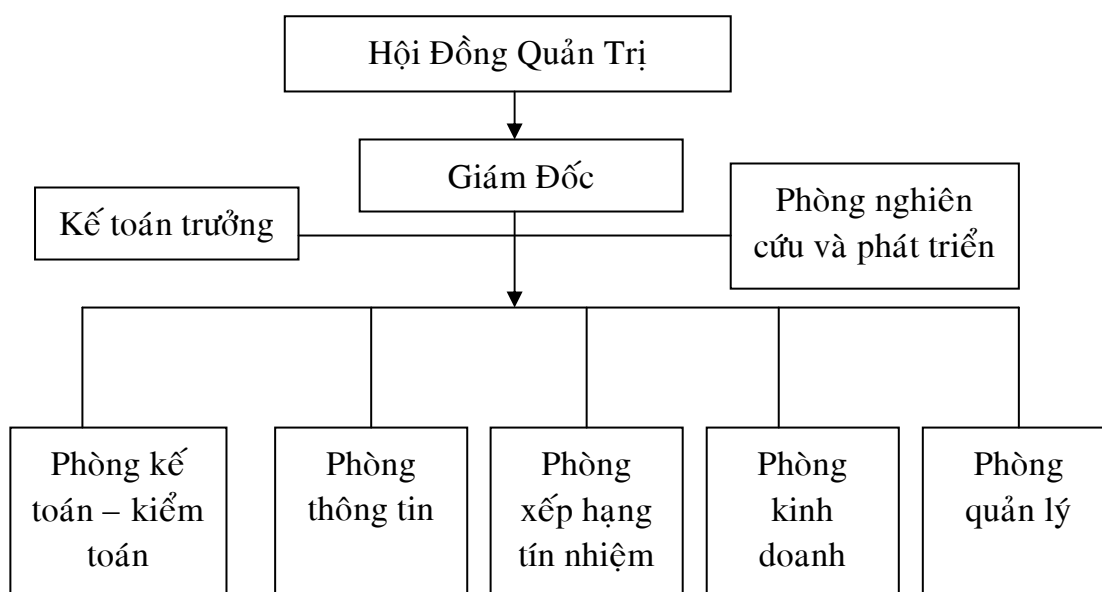
Phương án 2: Tổ chức định mức tín nhiệm dưới dạng một công ty liên doanh

Sự chuyển dịch từ nền kinh tế tập trung sang nền kinh tế thị trường nhiều thành phần đã đánh dấu sự xuất hiện và phát triển của nhiều thành phần kinh tế. Do đó, mô hình công ty liên doanh đã trở nên quen thuộc ở nước ta trong nhiều ngành, nghề kinh tế từ sản xuất cho đến tài chính, ngân hàng. Bằng mô hình liên doanh, Việt Nam có khả năng tìm kiếm các đối tác liên doanh lớn mạnh hay không phụ thuộc rất nhiều vào đối tác Việt Nam đi tìm kiếm liên doanh, “Chúng ta sẽ phải tìm đối tác là một hay nhiều tổ chức định mức tín nhiệm quốc tế có uy tín, kinh nghiệm như Moody’s, Standard & Poor’s, Duff & Phelps, Fitch’s, CBRS . . .”[25, tr. 114-115] để tham gia vào liên doanh. Cũng không loại trừ khả năng các tổ chức định mức tín nhiệm toàn cầu từ chối liên doanh với Việt Nam do TTCK mới thành lập có qui mô và phạm vi hoạt động nhỏ hẹp và những nét khác biệt đặc thù giữa TTTC của Việt Nam với các nước phát triển gây trở ngại khi thực hiện liên doanh.

Do đó, Việt Nam cũng cần tính đến khả năng có thể phải liên doanh với các tổ chức định mức tín nhiệm khu vực Đông Á, đặc biệt là khu vực Đông Nam Á (khu vực mà Việt Nam đang là thành viên tham gia hội nhập nền kinh tế khu vực, các thành viên trong khu vực có nhiều đặc điểm tương đồng với Việt Nam). Cơ cấu sở hữu vốn của Việt Nam nên do Bộ Tài chính nắm giữ nhằm tạo uy tín khi tìm đối tác liên doanh và phải nắm giữ nguồn vốn chủ yếu ở trong liên doanh, nguồn vốn còn lại sẽ do đối tác liên doanh nước ngoài nắm giữ.

Liên doanh với các đối tác có năng lực thực sự sẽ tạo cơ hội cho chúng ta tiếp cận, học hỏi kinh nghiệm, nâng cao kiến thức cũng như tranh thủ sự tài trợ về mặt kỹ thuật, cách thức quản lý và tài chính từ phía đối tác. Tận dụng tốt sự tài trợ và hỗ trợ từ phía Nhà nước. Đảm bảo tính khách quan, công bằng và chuyên nghiệp khi đánh giá xếp hạng. Tiềm năng phát triển rất cao và khả năng hoàn thiện nhanh chóng [25, tr.115].

Kết hợp với sự hợp tác đào tạo, tư vấn và hỗ trợ về mặt tài chính, chuyên môn cũng như kinh nghiệm của phía đối tác nước ngoài, hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm dưới hình thức liên doanh gặp thuận lợi trong việc mở rộng qui mô hoạt động dưới mọi loại hình dịch vụ, đảm bảo chất lượng xếp hạng tín nhiệm trong thị trường nội địa, từng bước thâm nhập vào thị trường quốc tế, đảm bảo hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm phù hợp với thông lệ quốc tế, nâng dần uy tín của tổ chức định mức tín nhiệm Việt Nam. Mô hình dự kiến:



Hình 3.1: Mô hình cơ cấu tổ chức định mức tín nhiệm Việt Nam

- Phòng quản lý bao gồm các bộ phận chức năng sau:

Bộ phận kế hoạch - nhân sự

Bộ phận thiết bị và kỹ thuật tin học

Bộ phận phụ trách hệ thống thông tin quản lý

- Phòng xếp hạng tín nhiệm bao gồm các bộ phận chức năng sau:

Bộ phận kế hoạch định mức tín nhiệm

Bộ phận phụ trách ngành thương mại

Bộ phận phụ trách ngành sản xuất

Bộ phận phụ trách ngành xây dựng

Bộ phận phụ trách ngành dịch vụ

Bộ phận phụ trách ngành vận tải

Bộ phận phụ trách ngành tài chính

Bộ phận phụ trách ngành ngân hàng

- Phòng thông tin bao gồm các bộ phận chức năng sau:

Bộ phận thông tin doanh nghiệp

Bộ phận tin tín dụng khách hàng

Bộ phận quản lý rủi ro

Bộ phận báo cáo định mức tín nhiệm

Bộ phận quản lý định mức tín nhiệm

Bộ phận phụ trách hệ thống cho điểm hạng mức tín nhiệm

Bộ phận phát triển công nghệ thông tin

- Phòng kế toán – kiểm toán bao gồm các bộ phận chức năng:

Bộ phận kế toán

Bộ phận kiểm toán nội bộ

Bộ phận kiểm toán khách hàng

Bộ phận phân tích tài chính

- Phòng kinh doanh bao gồm các bộ phận chức năng:

Bộ phận nghiên cứu và phát triển thị trường

Bộ phận 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.

3.4. ĐỀ PHÒNG RỦI RO TRONG ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

Sức cầu chứng khoán sẽ chịu sự chi phối rất lớn của TTTT, thị trường sản xuất, kinh doanh, thị trường bất động sản. . . Những biến động lãi suất, lạm phát, giá vàng, tỷ giá hối đoái, biến động giá cả trên thị trường bất động sản . . . sẽ gây tác động mạnh mẽ đến TTCK và tạo ra rủi ro cho nhà đầu tư TPCP. Nhất là thị trường

chứng khoán mới được thành lập với nhiều nhà đầu tư chưa chuyên nghiệp rất dễ bị chuyển hướng đầu tư khi có những biến động của thị trường. Theo đó, việc đảm bảo nền kinh tế vĩ mô ổn định và lành mạnh là giải pháp đầu tiên phải được tính đến nhằm góp phần giảm thiểu rủi ro và thu hút nhà đầu tư TPCP. Nhà nước phải tập trung thực hiện các mục tiêu ổn định và thúc đẩy tăng trưởng GDP, kiềm chế lạm phát, củng cố hoạt động thu chi NSNN, việc ổn định môi trường kinh tế vĩ mô là điều kiện quan trọng để phát triển TTCK và củng cố lòng tin, hạn chế rủi ro của nhà đầu tư. Trên cơ sở Luật Đất đai sửa đổi, bổ sung cơ quan quản lý Nhà nước phải tăng cường quản lý chặt chẽ nhằm bình ổn thị trường bất động sản, định hướng cho sự phát triển lành mạnh, ổn định của thị trường, hạn chế những cú sốc gây ảnh hưởng đến thị trường TPCP. NHNN và Bộ Tài chính vận dụng các công cụ tài chính để can thiệp kịp thời nhằm thực thi các chính sách tài chính – tiền tệ để ổn định giá cả, ổn định giá vàng, kiềm chế lạm phát, đảm bảo lãi suất thực dương tạo môi trường đầu tư thuận lợi, an toàn cho các nhà đầu tư TPCP.

Phát triển và hoàn thiện thị trường các công cụ tài chính phái sinh. Đầu tư chứng khoán nói chung và TPCP nói riêng luôn chứa đựng rủi ro mặc dù mức độ rủi ro không giống nhau. Vì vậy, cần có các nhà bảo hiểm để bảo hiểm cho các rủi ro trong quá trình đầu tư, trước tiên phải kể đến các ngân hàng thương mại. Hệ thống ngân hàng thương mại phải là đối tượng cung cấp các công cụ tài chính phái sinh để các doanh nghiệp sử dụng phòng chống các rủi ro thay đổi về giá cả, những công cụ như hợp đồng kỳ hạn, hoán đổi, hợp đồng giao sau, đã ra đời trên thị trường thế giới từ rất lâu nhưng ở Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn thai nghén, sơ sinh. Để đưa các sản phẩm này vào thực tiễn cần có sự tham gia của cả ba đối tượng là NHNN, ngân hàng thương mại, nhà đầu tư. Khuyến khích và mở rộng hoạt động kinh doanh bảo hiểm chứng khoán để tăng tính an toàn và giảm độ rủi ro cho nhà đầu tư chứng khoán. Bên cạnh đó, Nhà nước cần tiếp tục thực hiện các giải pháp nhằm duy trì nền

chính trị ổn định để đưa rủi ro vỡ nợ của TPCP tiến tới bằng 0, góp phần nâng cao vị trí xếp hạng tín nhiệm của TPCP Việt Nam trên thị trường quốc tế.

Kết luận chương 3

Qua những đánh giá, phân tích về các điểm mạnh và điểm yếu của mỗi phương thức phát hành TPCP đòi hỏi cần phải xây dựng chiến lược phát triển thị trường trái phiếu để định hướng cho sự phát triển ổn định, bền vững của thị trường. Chiến lược phát triển thị trường bên cạnh việc hoàn thiện các phương thức phát hành phải tập trung phát triển phương thức đấu thầu qua TTCK và TTTT. TPCP được hoàn thiện để giữ vai trò là một hàng hóa chủ chốt trên thị trường chứ không chỉ đơn thuần là một công cụ huy động vốn cho NSNN như hiện nay.

KẾT LUẬN

TPCP là một công cụ cần thiết để huy động vốn nhằm bù đắp thâm hụt NSNN và chi đầu tư phát triển ở các quốc gia trong tình trạng bội chi lẫn kết dư NSNN. Khi thị trường trái phiếu, TTCK hình thành thì TPCP đã trở thành hàng hóa trên thị trường. Ở các quốc gia có TTTC phát triển, TPCP đã đóng vai trò hàng hóa chủ chốt trên TTCK, TPCP hình thành lãi suất chuẩn trên thị trường, với mức rủi ro thấp nhất TPCP đã trở thành hàng hóa quan trọng không thể thiếu trong xây dựng “Danh mục đầu tư hiệu quả”. Nhà đầu tư nắm giữ TPCP như một hàng hóa để hưởng chênh lệch giá hơn là một tài sản tài chính để hưởng lãi. Tính hàng hoá của TPCP thể hiện rất rõ nét qua vấn đề biến động giá cả của TPCP trên thị trường thúc đẩy nhà đầu tư mua hoặc bán TPCP thay vì nắm giữ để hưởng lãi. Chính tính hàng hoá của TPCP đã là nhân tố quan trọng thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu.

Tại Việt Nam, TPCP chưa thực sự là hàng hóa chủ chốt trên TTCK. “Tính khả thị” của TPCP chưa được Nhà nước quan tâm đúng mức. Để xây dựng và thúc đẩy TTCK phát triển, Nhà nước phải thực thi các giải pháp góp phần nâng cao tính khả thị của TPCP trên thị trường. Bên cạnh đó, Nhà nước phải thực hiện các giải pháp hoàn thiện các phương thức phát hành TPCP hiện nay. Các phương thức phát hành được hoàn thiện theo hướng phát huy tối đa khả năng và hạn chế những tồn tại ở mỗi phương thức phát hành, đặc biệt tạo điều kiện thúc đẩy TTCK phát triển trong tương lai phải đóng vai trò là phương thức quan trọng nhất trong đấu thầu và chuyển nhượng TPCP trung và dài hạn.

Do kiến thức, thời gian, tài liệu tham khảo có giới hạn nhất định nên luận án tác giả thực hiện không thể tránh khỏi những sơ suất, hạn chế. Kính mong được sự đóng góp của các thành viên Hội đồng.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

1. Lê Quang Cường (2005), “Nâng cao năng lực đấu thầu TPCP qua TTCK Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, (174), tr. 32 – 35.
2. Lê Quang Cường (2005), “On Changes in Roles of Channels for Issue of Government Bonds”, *Economic Development Review*, (132), pp. 10 – 11.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ Ngoại giao và Hợp tác đa phương (2001), *Việt Nam hội nhập về kinh tế trong xu thế toàn cầu hóa – vấn đề và giải pháp*, Nxb Chính trị quốc gia, Hà nội.
2. Bộ Tài chính (2006), *Quyết định số 898/QĐ-BTC ngày 20/2/2006 ban hành kế hoạch phát triển TTCK Việt Nam 2006 – 2010*, Hà nội.
3. Bộ Tài chính (2000), *Mục tiêu, yêu cầu và phương châm hành động của ngành Tài chính triển khai thực hiện nghị quyết Đại hội Đảng lần thứ IX*, Hà nội.
4. Bộ Tài chính – Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước (2005), *Dự án phát triển cơ sở hạ tầng thị trường TPCP và triển vọng*, Website SSC, Hà nội.
5. Bộ Tài chính (2004), *Quyết toán ngân sách nhà nước (1991 – 2004)*, Hà nội.
6. Bộ Tài chính (2005), *Bù đắp thâm hụt ngân sách nhà nước (1981 – 2005)*, Hà nội.
7. Nguyễn Thanh Dương (1996), *Các biện pháp hoàn thiện công tác TDNN ở Việt Nam*, Luận án Phó tiến sĩ khoa học Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
8. Hoàng Anh Giao (2002), *Tăng cường huy động vốn TDNN cho ngân sách nhà nước và cho đầu tư phát triển ở Việt Nam*, Luận văn thạc sĩ khoa học Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
9. Hoàng Hải (2003), “Xung quanh việc hoàn thiện cơ chế phát hành TPCP qua TTCK”, *Tạp chí Tài chính*, 5(437), tr. 38 – 39.
10. Việt Hải (2004), “Việt Nam học được gì từ chính sách phát triển thị trường trái phiếu của các quốc gia Đông Á?”, *Tạp chí Tài chính*, 9(479), tr. 45 – 48.
11. Lê Hùng (2006), “Nghịệp vụ thị trường mở: thực trạng và giải pháp hoàn thiện”, *Tạp chí Tài chính*, 6(500), tr. 43 – 46.
12. Nguyễn Đại Lai (2005), *Tăng cường hiệu quả phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài chính ở Việt Nam*, Hội Đồng Khoa học và công nghệ ngành Ngân hàng, Hà Nội.

13. Kho bạc Nhà nước Trung ương (2007), *Nguồn thu phát hành trái phiếu chính phủ (2005 – 2006)*, Hà Nội.
14. Dương Thị Bình Minh, Sử Đình Thành (1998), *Kho Bạc Nhà Nước*, Nxb Giáo dục, Thành phố Hồ Chí Minh.
15. Dương Thị Bình Minh (1999), *Sử dụng các công cụ tài chính trong quản lý vĩ mô nền kinh tế thị trường ở Việt Nam trong giai đoạn từ nay cho đến 2010*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp bộ, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
16. Dương Thị Bình Minh (2004), *Lý thuyết tài chính tiền tệ*, Nxb Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.
17. Dương Thị Bình Minh (2005), *Tài chính công*, Nxb Tài chính, Thành phố Hồ Chí Minh.
18. Nguyễn Lê Minh (2005), “Kích cầu đầu tư chứng khoán từ những nhà đầu tư nhỏ”, *Tạp chí Tài chính*, 10(429), tr. 44 – 45.
19. Lê Hoàng Nga, Nguyễn Thu Hà (2006), “Thị trường TPCP Việt Nam: Thực trạng và giải pháp”, *Tạp chí Ngân hàng*, (7), tr. 51 – 53.
20. Ngân hàng Nhà nước (2004), *Kết quả đấu thầu tín phiếu và nghiệp vụ thị trường mở (2000 – 2004)*, Hà nội.
21. Nguyễn Trọng Nghĩa (2003), “Thấy gì qua việc huy động vốn dưới hình thức phát hành công trái?”, *Tạp chí Tài chính*, 7(465), tr. 5 – 6.
22. Lê Tiến Phúc (2004), “Đầu tư gián tiếp nước ngoài qua TTCK Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính*, 9(479), tr. 39 – 41.
23. Tào Hữu Phùng (2006), “Tăng cường hiệu quả phối hợp giữa chính sách tiền tệ với chính sách tài khóa”, *Tạp chí Tài chính*, 3(497), tr. 8 – 9.
24. Châu Đình Phương (2003), “Kích cầu chứng khoán: Đi tìm câu trả lời thỏa đáng”, *Tạp chí Tài chính*, 7(465), tr. 39 – 40.

25. Trần Đắc Sinh (2002), *Định mức tín nhiệm tại Việt Nam*, Nxb Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
26. Trần Đắc Sinh (2003), “Định mức tín nhiệm cho thị trường trái phiếu”, *Thị trường trái phiếu đô thị ở Việt Nam: triển vọng và phương thức phát hành*, tr. 47 – 65.
27. Trần Đắc Sinh (2006), “Tăng cường vai trò quan sát hoạt động giao dịch trên TTCK”, *Tạp chí Tài chính*, 2(496), tr. 45 – 55.
28. Nguyễn Sơn (2003), “Giải pháp kích cầu cho TTCK Việt Nam”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, (305), tr. 23 – 32.
29. Sử Đình Thành (2001), *Hoàn thiện các công cụ tài chính để huy động vốn cho chiến lược phát triển kinh tế – xã hội của Việt Nam đến năm 2020*, Luận án Tiến sĩ khoa học kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
30. Nguyễn Thế Thọ (2004), “TTCK cần có một luật đầy đủ, toàn diện”, *Tạp chí Tài chính*, 9(479), tr. 36 – 38.
31. Thời báo kinh tế Việt nam (2006), “Tăng tốc thị trường chứng khoán”, *Thời báo kinh tế Việt Nam*, (2005 – 2006), tr.44.
32. Thủ tướng Chính phủ (2003), *Quyết định 163/2003/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược phát triển chứng khoán Việt Nam đến năm 2010*, Văn phòng Thủ tướng, Hà nội.
33. Thủ tướng Chính phủ (2006), *Quyết định 171/2006/QĐ-TTg ngày 24/7/2006 về việc phát hành TPCP giai đoạn 2003 – 2010*, Văn phòng Thủ tướng, Hà nội.
34. Phan Nữ Thanh Thủy (2004), *Phát triển nghiệp vụ thị trường mở tại Việt Nam đến năm 2010*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, Trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
35. Tổng cục Thống kê (2005), *Nguồn vốn đầu tư (1995 – 2004)*, Hà nội.
36. Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (2000), *Kết quả đấu thầu, niêm yết và giao dịch trái phiếu chính phủ (2000 – 2004)*, Thành phố Hồ Chí Minh.

37. Lê Văn Tư (2004), *Thị trường tài chính*, Nxb Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.
38. Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước (2006), *Luật chứng khoán của một số nước* (tóm tắt), Hà nội.
39. Hùng Xuân (2003), “Phát triển TTCK Việt Nam”, *Thời báo Kinh tế Việt Nam*, (126), tr. 5.
40. Beat, R.E. (2002), *Developing Financial Markets in East Asian – Opportunities and Challenges in the 21st century*, Hamburg Institute of International Economics(HWWA), Austraylia.
41. Bernard, J. F. (1996), “The Roles and Function of Capital Market”, *Readings on Development Financ* 1995 – 1996, pp. 6 – 20.
42. Bernard, J. F. (1996), “Bonds and Bonds Markets”, *Readings on Development Finance* 1995-1996, pp. 175 – 254.
43. Richard, L. K. (1996), “The Basis Principles of Development Finance”, *Readings on Development Finance* 1995 – 1996, pp. 1 – 23.
44. Ismail, D. L., Deena K.H. (1996), “The Emerging East Asian Bond Market”, *Readings on Development Finance* 1995 – 1996, pp. 11 – 13.
45. Wikipedia (2005), *Open Market Operation*, The free encyclopedia, United State of America.

PHỤ LỤC**Phân tích cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN và nguồn vốn đầu tư****Bảng : Cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN (1981 – 2005)****(% thâm hụt)**

Năm	Phát hành tiền	Vay nợ trong nước	Vay nợ nước ngoài
1981 – 1985	30,6	3,7	65,7
1986 – 1990	57,9	3,7	38,5
1991	10	65	25
1992	-	48	52
1993	-	29	71
1994	-	55	45
1995	-	72	28
1996	-	45,2	54,8
1997	-	52,4	47,6
1998	-	52,6	47,4
1999	-	55,2	44,8
2000	-	69,86	30,14
2001	-	66,43	33,57
2002	-	71,81	28,19
2003	-	76,48	23,52
2004	-	78,99	21,01
2005	-	81,60	18,4

(Nguồn: Bộ Tài chính [6])

Phát hành TPCP để vay nợ bắt nguồn từ nhu cầu nguồn vốn để bù đắp thâm hụt NSNN. Bù đắp các khoản thâm hụt là công việc thường xuyên đối với các Chính

phủ trên toàn thế giới. Tại các nước đang phát triển, ở một chừng mực nào đó, vay nợ có thể bù đắp những hạn chế của Chính phủ trong việc tăng nguồn thu từ thuế. Xét về cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN ở Việt Nam, ta nhận thấy thâm hụt bù đắp từ ba nguồn vốn: phát hành tiền, vay nợ trong nước và vay nợ nước ngoài.

Phát hành tiền không tạo áp lực trả nợ gốc và lãi. Nhưng việc phát hành tiền luôn chứa đựng nguy cơ gây ra lạm phát cho nền kinh tế. Giai đoạn 1981-1985 và 1985-1990 phát hành tiền để bù đắp thâm hụt NSNN chiếm tỷ trọng khá cao so với nguồn vay nợ trong nước chiếm tỷ trọng 36,6% và 57,9%. Có thể nhận xét trong giai đoạn này chúng ta đã thực thi chính sách tiền tệ phi thị trường thông qua việc bao cấp vốn, in tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách đáp ứng nhu cầu giá tăng; giá tăng bao nhiêu lại “bơm tiền” với “giá bao cấp, cho không” bấy nhiêu làm cho vòng xoáy lạm phát nhanh và cao gây ra cuộc lạm phát phi mã 1985-1988. Lạm phát phi mã đã để lại hậu quả rất lớn cho nền kinh tế giai đoạn này và buộc Nhà nước phải dốc nhiều sức lực để chống lạm phát giai đoạn 1988-1990. Phân tích cuộc lạm phát phi mã 1985-1988 mới thấy hết nếu không vi phạm qui luật lưu thông tiền tệ theo tư tưởng phát hành theo mặt bằng giá mới; tăng giá 10 thì phải phát hành thêm 10 lần thì lạm phát phi mã không xảy ra. Kể từ sau năm 1992, để tránh hiện tượng lạm phát gây thiệt hại nghiêm trọng cho nền kinh tế, nước ta đã ngưng việc phát hành tiền để bù đắp thâm hụt NSNN. Khi ngưng phát hành tiền để bù đắp thâm hụt NSNN thì cơ cấu bù đắp thâm hụt chỉ còn bao gồm nguồn vốn vay nợ trong nước và nguồn vốn vay nợ ngoài nước. Tỷ trọng vay nợ trong và ngoài nước để bù đắp các khoản thâm hụt giai đoạn 1981 – 2005 đã có nhiều chuyển biến quan trọng. Vay nợ nước ngoài trước thời kỳ xóa bỏ cơ chế kinh tế tập trung (1986) luôn chiếm tỷ trọng cao hơn nhiều lần so với vay nợ trong nước do nền kinh tế quốc gia giai đoạn này yếu kém về mọi mặt nên khả năng vay nợ trong nước gặp nhiều hạn chế. Tuy nhiên, vay nợ nước ngoài phải đối diện với nhiều thách thức. Thách thức lớn nhất, đó là dễ bị tổn thương bởi rủi ro biến động tỷ giá gây ra. Bên cạnh đó, còn phải chấp nhận những

điều kiện ràng buộc khắt khe về thủ tục chuyển giao, giải ngân vốn, đôi khi còn gắn cả những điều kiện về chính trị. Mỗi tổ chức, mỗi Chính phủ cho vay nợ đều có những phương cách và thông lệ riêng trong việc cho vay nợ nhằm đạt được những mục tiêu, chính sách riêng của họ. Hệ quả xấu sẽ xuất hiện khi chương trình, mục tiêu áp đặt không phù hợp với đặc thù kinh tế, chính trị, xã hội của quốc gia tiếp nhận vốn vay. Ngược lại, vay nợ trong nước mà cụ thể là phát hành TPCP đã giúp quốc gia chủ động sử dụng vốn vay không phải đối diện với những hệ quả xấu của phương thức vay nợ nước ngoài mang lại. Ưu điểm và lợi thế của TPCP là được phát hành đồng thời cả bằng nội tệ và ngoại tệ, với nhiều kỳ hạn và lãi suất hấp dẫn. TPCP được bán buôn hay bán lẻ, đều là một giấy tờ có giá có độ tin cậy cao nhất, do Chính phủ bảo lãnh và quốc gia có quyền tự chủ sử dụng vốn vay không bị sự chi phối kiểm soát của chủ nợ trong quá trình giải ngân và sử dụng vốn vay như vay nợ nước ngoài, chủ động tính toán kỹ lưỡng để phát hành trái phiếu mới để đảo nợ vay cũ khi cần thiết. Phát hành trái phiếu để vay nợ bù đắp thâm hụt đã trở thành phương thức vay nợ hết sức cần thiết và hiệu quả ở mọi quốc gia.

Sau năm 1986, cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN đã có sự chuyển biến rõ rệt. Vay nợ trong nước (hầu hết bằng việc phát hành TPCP) đã chiếm vị trí quan trọng, quyết định trong cơ cấu bù đắp thâm hụt. Việt Nam với đà phát triển kinh tế nhanh chóng, việc phát hành trái phiếu ra công chúng, cả trong và ngoài nước, sẽ trở thành một chiều hướng khả thi nhất đối với Việt Nam. Từ năm 1986 đến 2000, tỷ trọng bù đắp thâm hụt từ vay nợ trong nước đã từng bước tăng dần và giữ vị trí tương đương với tỷ trọng bù đắp thâm hụt từ vay nợ nước ngoài. Môi trường kinh tế vĩ mô được cải thiện, tốc độ tăng trưởng tích cực của nền kinh tế đã tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát hành TPCP để huy động vốn trong nước. Đặc biệt là trong năm năm gần đây (2001-2005), vay nợ trong nước đã chiếm tỷ trọng áp đảo so với vay nợ nước ngoài trong cơ cấu bù đắp thâm hụt NSNN. Năm 2001 tỷ trọng vay nợ trong nước là 66,43%, trong khi đó tỷ trọng vay nợ nước ngoài chỉ đạt 33,57%; năm 2002 vay

trong nước chiếm tỷ trọng 71,81% gấp 2,5 lần tỷ trọng vay nợ nước ngoài; năm 2003 vay nước ngoài chiếm tỷ trọng 23,53% còn vay nợ trong nước đạt tỷ trọng 76,48% cao hơn gấp 3,3 lần vay nợ nước ngoài; năm 2004 vay nợ trong nước gấp 3,7 lần tỷ trọng vay nợ nước ngoài để bù đắp thâm hụt NSNN; năm 2005 vay nợ trong nước chiếm tỷ trọng 81,6%, vay nợ nước ngoài có tỷ trọng 18,4%. Việt Nam với tốc độ tăng trưởng kinh tế trong những năm gần đây và trong thời gian sắp tới đã tạo những điều kiện thuận lợi thực hiện vay nợ trong nước bằng TPCP cùng với những ưu điểm nổi bật của TPCP so với vay nợ nước ngoài. Vì vậy, vay nợ nước ngoài đã nhường lại vai trò chủ chốt, quyết định cho vay nợ trong nước bằng TPCP để bù đắp thâm hụt NSNN.

Bên cạnh việc đáp ứng nhu cầu bù đắp thâm hụt NSNN, Chính phủ thường xuyên nắm giữ vai trò chủ chốt trong tiến trình phát triển kinh tế, tài trợ các dự án phát triển lớn. Điều này có thể là cần thiết khi thiếu vốn và khả năng kinh doanh của lĩnh vực tư nhân. Trong một số trường hợp ít nhất thì vai trò chủ chốt của Nhà nước cũng cần thiết cho tăng trưởng và tạo động lực để phân bổ kinh tế của đất nước. Nguồn vốn đầu tư quốc gia được hình thành từ NSNN, TDNN, doanh nghiệp Nhà nước, doanh nghiệp dân doanh, nguồn vốn khác và vốn FDI. Tìm hiểu cơ cấu nguồn vốn đầu tư từ 1995-2004 được nêu trong Bảng 2.9, Bảng 2.10. Ta nhận thấy nguồn vốn đầu tư từ chi NSNN được gia tăng từ 21,14% trong giai đoạn 1995-1997 lên 24,3% ở giai đoạn 1998-2000 và đạt mức 25,1% giai đoạn 2001-2004. Tuy nhiên, mức vốn đầu tư từ NSNN không phải là nguồn vốn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu vốn đầu tư. Hơn nữa, gia tăng chi vốn đầu tư từ NSNN sẽ góp phần gia tăng chi NSNN và gia tăng thâm hụt để đạt được mục tiêu tăng trưởng. Phát huy ý tưởng “Nhà nước và nhân dân cùng làm”, giảm gánh nặng cho NSNN, đa dạng hóa nguồn vốn đầu tư trong xã hội. Hơn nữa, vốn đầu tư từ NSNN chỉ đạt kết quả thấp so với kế hoạch đề ra, dễ gây lãng phí, thất thoát. Như vậy nhiều công trình trọng điểm quốc gia liên quan đến quốc kế dân sinh sẽ bị chậm đưa vào sử dụng, không phát huy hiệu quả

đúng tiến độ. Nguồn vốn đầu tư từ doanh nghiệp Nhà nước: do tốc độ phát triển chậm của khu vực kinh tế quốc doanh, doanh nghiệp Nhà nước đang từng bước được cổ phần hóa chuyển sang doanh nghiệp dân doanh nên tỷ trọng vốn đầu tư từ khu vực doanh nghiệp Nhà nước khó có thể tăng lên trong cơ cấu vốn đầu tư. Bên lại, sự phát triển năng động và hiệu quả của doanh nghiệp dân doanh kể từ khi đổi mới cơ chế kinh tế đã tạo đà tăng trưởng tỷ trọng vốn đầu tư từ doanh nghiệp dân doanh trong cơ cấu vốn đầu tư xã hội từ 24,72% lên đến 27,87% giai đoạn 2001-2004. Xu hướng chung là tỷ trọng kinh tế Nhà nước giảm, trong khi tỷ trọng kinh tế dân doanh và kinh tế đầu tư nước ngoài tăng lên đáng kể. Đáng lưu ý là xu hướng này sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới, bởi doanh nghiệp dân doanh tiếp tục được thành lập nhiều qua sự thay đổi thông thoáng của Luật doanh nghiệp và tiến độ cổ phần hóa, giao, bán, khoán, cho thuê doanh nghiệp Nhà nước được đẩy mạnh. Từ đó vốn dân doanh sẽ giữ vai trò quan trọng trong cơ cấu vốn đầu tư ở giai đoạn hiện nay và cả trong tương lai. Bên cạnh đó, vốn FDI và TDNN cũng có vai trò quan trọng trong cơ cấu vốn đầu tư xã hội. Vốn đầu tư FDI làm tăng dự trữ ngoại tệ, cải thiện cán cân thanh toán, kiềm chế tỷ giá, nguồn vốn huy động được sẽ làm giảm áp lực mất giá nội tệ dẫn đến tăng nợ tiền ngoại tệ phải trả trong tương lai. FDI góp phần tăng GDP, tăng thu NSNN, tạo nguồn chi trả nợ, tăng kế hoạch vay nợ/GDP. Vốn TDNN có tỷ trọng tăng nhanh trong cơ cấu vốn đầu tư ở giai đoạn 1995-1997 chỉ ở mức khiêm tốn 10,08% nhưng sang giai đoạn 1998-2000 đã tăng tỷ trọng lên 17,74%, và đạt mức 16,89% ở giai đoạn 2001-2004. Nền kinh tế phát triển nhanh và bền vững, chính trị quốc gia ổn định chính là những yếu tố thuận lợi cho việc huy động vốn TDNN của Chính phủ cả bên trong lẫn ngoài nước. Tình hình huy động vốn TDNN bằng phát hành TPCP để vay nợ trong và ngoài nước đã có triển vọng tốt đẹp. TPCP trở thành kênh huy động vốn đầu tư hữu hiệu cho nền kinh tế và khắc phục một số hạn chế xuất phát từ NSNN, doanh nghiệp Nhà nước, vốn ODA, vay thương mại. TPCP cùng với nguồn vốn NSNN, doanh nghiệp nhà nước góp phần đảm bảo vị trí

chủ chốt của Nhà nước trong cơ cấu vốn đầu tư. Bên cạnh nguồn vốn đầu tư từ NSNN, vốn dân doanh sẽ từng bước gia tăng để giữ vị trí quan trọng cơ cấu vốn đầu tư cùng với vốn FDI và TDNN, hai nguồn vốn quan trọng không thể thiếu để hình thành nên nguồn vốn đầu tư thúc đẩy tăng trưởng kinh tế lâu dài và bền vững.

Bảng : Các nguồn vốn đầu tư (1995 – 2004)

(đơn vị: tỷ đồng)

Nguồn vốn	1995-1997	1998-2000	2001-2004
I. Vốn trong nước	193.211	325.345,3	731.050,6
1.NSNN	56.689	97.069	219.933
2.TDNN	27.044	70.877,2	147.996,1
3.Doanh nghiệp Nhà nước	19.025,4	39.471	80.305,1
4.Doanh nghiệp dân doanh	66.300	93.935,7	244.212,4
5.Vốn khác	24.152,6	23.992,4	38.604
II. Vốn FDI	75.000	74.142,6	145.166,1
Cộng	268.211	399.487,9	876.216,7

(Nguồn: Tổng cục Thống kê [33])

Bảng : Cơ cấu vốn đầu tư giai đoạn 1995 – 2004

Cơ cấu nguồn vốn đầu tư	1995-1997		1998-2000		2001-2004	
	Cơ cấu	So GDP	Cơ cấu	So GDP	Cơ cấu	So GDP
Tổng số	100	32,93	100	33,23	100	37,39
Vốn NSNN	21,14	6,96	24,3	8,07	25,1	9,38
Vốn TDNN	10,08	3,32	17,74	5,9	16,89	6,31

Vốn Doanh nghiệp Nhà nước	7,09	2,34	9,88	3,28	9,16	3,43
Vốn Dân doanh	24,72	8,14	23,51	7,81	27,87	10,42
Vốn khác	9,01	2,97	6,01	2,0	4,41	1,66
Vốn nước ngoài	27,96	9,2	18,56	6,17	16,57	6,19

(Nguồn: Tổng cục Thống kê [33])

PHƯƠNG THỨC TỔ CHỨC ĐẤU GIÁ VÀ CÔNG THỨC TÍNH GIÁ BÁN

Phương thức đấu giá trên TTCK Việt Nam nên học tập từ hai phương thức đấu giá sau đây:

PHƯƠNG THỨC ĐẤU THẦU THEO KIỂU ANH:

Trước khi tổ chức phiên đấu thầu TPCP, chủ thể phát hành sẽ thông báo khối lượng TPCP mời thầu. Nhà đầu tư tham gia phiên đấu thầu sẽ đưa ra giá đặt thầu và khối lượng đặt thầu. Thông tin về giá đặt thầu và khối lượng đặt thầu sẽ được giữ kín. Phiên đấu thầu được bắt đầu, các phiếu đặt thầu được sắp xếp theo thứ tự từ giá cao nhất đến giá thấp nhất tương ứng với khối lượng TPCP đặt mua. Sẽ có nhiều mức giá trúng thầu bắt đầu từ người trả giá cao nhất và tiếp tục bán cho người trả giá thấp hơn cho tới khi đạt được khối lượng TPCP cần bán. Đấu giá theo kiểu Anh là phương thức “đấu giá kín”, người tham gia phiên đấu giá không thể thay đổi giá đặt thầu và hoàn toàn không nắm được thông tin đặt thầu của các nhà đầu tư khác cùng tham gia phiên đấu thầu. Phương thức này gần như không có lợi cho nhà đầu tư nhưng có lợi cho nhà phát hành.

PHƯƠNG THỨC ĐẤU THẦU THEO KIỂU HÀ LAN:

Đấu thầu theo kiểu Hà Lan còn gọi là đấu thầu theo kiểu đơn giá, thủ tục đấu thầu cũng giống như phương thức đấu thầu theo kiểu Anh. Tuy nhiên, khi mở thầu dù các cũng được sắp xếp theo thứ tự từ giá đặt mua cao nhất đến giá đặt mua thấp nhất nhưng sẽ không có nhiều mức giá trúng thầu khác nhau mà chỉ có một giá trúng thầu thống nhất. Giá trúng thầu sẽ là mức giá mà ở mức giá đó toàn bộ TPCP mời thầu được bán hết. Phương thức đấu thầu này khác với phương thức đấu thầu kiểu Anh là toàn bộ TPCP mời thầu sẽ bán hết với cùng một mức giá cho tất cả các nhà đầu tư tham gia đấu thầu. Đấu thầu kiểu Hà Lan cũng thực hiện theo hình thức “đấu thầu kín”. Đấu thầu theo phương thức này do giá bán thống nhất nên không hình thành chênh lệch giá bán như phương thức đấu thầu theo kiểu Anh.

Đối với thị trường chứng khoán mới thành lập như Việt Nam khi áp dụng một hoặc cả hai phương thức đấu giá này cần thực hiện theo phương thức “đấu giá mở”. Đấu giá mở mang lại thuận lợi cho nhà đầu tư tham gia phiên đấu thầu có thể tăng hoặc giảm giá đặt thầu ngay tại chỗ tùy theo tình hình của phiên đấu thầu. Đây chính là điểm thuận lợi mà “đấu thầu kín” không thể có được. Tính cạnh tranh sẽ tăng lên mạnh mẽ hơn nhưng kết quả trúng thầu sẽ cao hơn và có thể thực hiện đấu thầu trực tuyến theo phương thức “đấu giá mở”.

KBNN cần tổ chức bán lẻ TPCP theo phương thức đấu giá thông qua sàn giao dịch của KBNN cần cùng với thị trường chứng khoán và thị trường tiền tệ thống nhất sử dụng các công thức tính giá bán TPCP như TTCK và TTTT. Công thức tính giá bán TPCP như sau:

ĐỐI VỚI TÍN PHIẾU KHO BẠC:

Bán theo hình thức ngang mệnh giá:

Giá bán tín phiếu kho bạc bằng 100% mệnh giá.

Số tiền thanh toán tín phiếu kho bạc khi đến hạn tính theo công thức sau:

$$T = G + (G \times Ls \times n/365)$$

Trong đó:

T: Tổng số tiền (gốc + lãi) tín phiếu được thanh toán khi đến hạn.

G: Giá bán tín phiếu kho bạc.

Ls: Lãi suất tín phiếu trúng thầu (tính theo tỷ lệ %/365 ngày)

n: số ngày trong thời hạn tín phiếu.

Bán theo hình thức chiết khấu:

Giá bán tín phiếu được tính theo công thức sau:

$$G = MG / [1 + (Ls \times n / 365)]$$

G: Giá bán tín phiếu kho bạc.

Ls: Lãi suất tín phiếu trúng thầu (tính theo tỷ lệ %/365 ngày)

n: số ngày trong thời hạn tín phiếu.

MG: Mệnh giá tín phiếu kho bạc.

ĐỐI VỚI TPCP:

Bán theo hình thức ngang mệnh giá:

Đối với TPCP thanh toán gốc, lãi một lần khi đến hạn:

Giá bán trái phiếu bằng 100% mệnh giá

Số tiền thanh toán trái phiếu khi đến hạn được tính theo công thức:

$$T = MG \times (1 + Ls)^n$$

T: Tổng số tiền (gốc, lãi) được thanh toán

MG: Mệnh giá trái phiếu

Ls: Lãi suất trái phiếu trúng thầu (%/năm)

n: Kỳ hạn trái phiếu

Đối với trái phiếu thanh toán lãi định kỳ:

Giá bán bằng 100% mệnh giá

Tiền lãi trả trước định kỳ tính theo công thức sau:

$$L = MG \times LS/k$$

L: Số tiền lãi thanh toán định kỳ

MG: Mệnh giá trái phiếu

Ls: Lãi suất trái phiếu trúng thầu (%/năm)

k: Số lần thanh toán lãi trong năm

Bán trái phiếu theo hình thức chiết khấu:

Giá bán trái phiếu xác định theo công thức sau:

$$G = MG / (1 + Ls)^n$$

G: Giá bán trái phiếu

MG: Mệnh giá trái phiếu

Ls: Lãi suất trúng thầu (%/năm)

n: Kỳ hạn trái phiếu

Bán trái phiếu theo hình thức cao hơn hoặc thấp hơn mệnh giá:

$$G = L \times [1 - 1/(1 + r)^t] / r + MG/(1 + r)^t$$

Trong đó: $r = Ls/k$

G: Giá bán trái phiếu

L: Số tiền lãi thanh toán định kỳ

MG: Mệnh giá trái phiếu

Ls: Lãi suất trúng thầu (%/năm)

k: Số lần thanh toán lãi trong 1 năm

T: Số kỳ trả lãi trong cả kỳ hạn trái phiếu

Số tiền lãi thanh toán định kỳ được tính theo công thức sau:

$$L = MG \times Lt/k$$

L: Số tiền lãi thanh toán định kỳ

MG: Mệnh giá trái phiếu

Lt: Lãi suất thanh toán định kỳ (%/năm)

k: Số lần thanh toán lãi trong 1 năm

XÁC ĐỊNH TRÁI PHIẾU LÔ LỚN PHÁT HÀNH ĐỢT MỘT.

Giá bán trái phiếu lô lớn được xác định theo công thức sau:

$$G = MG \times [Rc/(1 + Rt) + Rc/(1 + Rt)^2 + \dots + Rc/(1 + Rt)^t + 1/(1 + Rt)^t]$$

Trong đó:

$$Rc = Lc/k$$

$$Rt = Lt/k$$

G: Giá bán trái phiếu

MG: Mệnh giá trái phiếu

Lt: Lãi suất trúng thầu trái phiếu lô lớn (%/năm)

Lc: Lãi suất danh nghĩa trái phiếu lô lớn (%/năm)

t: Số kỳ còn phải trả lãi

k: Số lần thanh toán lãi trong năm (k = 1 trường hợp thanh toán hàng năm, k = 2 trường hợp thanh toán 6 tháng một lần)

Xác định giá bán trái phiếu lô lớn phát hành các đợt bổ sung.

Giá bán trái phiếu được xác định theo công thức sau:

$$G = \left[\sum_{x=1}^t \frac{MG \times Rc}{(1 + Rt)^{\left(x - 1 + \frac{Dn}{E}\right)}} \right] + \left[\frac{MG}{(1 + Rt)^{\left(t - 1 + \frac{Dn}{E}\right)}} \right]$$

Trong đó:

Rc = Lc/k

Rt = Lt/k

G: Giá bán trái phiếu

MG: Mệnh giá trái phiếu

Lt: Lãi suất trúng thầu trái phiếu lô lớn (%/năm)

Lc: Lãi suất danh nghĩa trái phiếu lô lớn (%/năm)

Dn: Khoảng thời gian từ ngày phát hành đợt bổ sung đến ngày thanh toán lãi trái phiếu gần nhất (số ngày)

E: Số ngày của kỳ thanh toán lãi có đợt phát hành bổ sung (qui định là ngày thực tế/365 ngày)

t: Số kỳ còn phải trả lãi

k: Số lần thanh toán lãi trong năm (k = 1 trường hợp thanh toán hàng năm, k = 2 trường hợp thanh toán 6 tháng một lần)

Số lãi thanh toán khi đến ngày thanh toán lãi được xác định theo công thức sau:

$L = MG \times Lc/k$

MG: Mệnh giá trái phiếu

Lc: Lãi suất danh nghĩa trái phiếu lô lớn (%/năm)

k: Số lần thanh toán lãi trong năm ($k = 1$ trường hợp thanh toán hàng năm, $k = 2$ trường hợp thanh toán 6 tháng một lần)