

Kinh nghiệm về phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Malaysia và tham khảo cho Việt Nam

ĐẶNG THỊ NGỌC LAN*

Tóm tắt

Malaysia là một quốc gia có tốc độ phát triển kinh tế nhanh, GDP bình quân đầu người cao ở châu Á cũng như ở Đông Nam Á. Một trong những nguyên nhân của thành công đó, chính là quốc gia này phát triển bền vững thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp (DN) (TPDN), giảm sự phụ thuộc vốn đầu tư của DN vào vốn vay tín dụng ngân hàng. Bài viết tập trung vào những kinh nghiệm cơ bản về phát triển thị trường TPDN Malaysia, từ đó rút ra bài học tham khảo cho Việt Nam.

Từ khóa: kinh nghiệm Malaysia, phát triển thị trường, trái phiếu doanh nghiệp

Summary

Malaysia is a country with a fast economic growth rate and high GDP per capita in Asia and Southeast Asia. One of the reasons for that success is that this country has developed a sustainable financial market, especially the corporate bond market, reducing the dependence of enterprises' investment capital on bank credit loans. The article focuses on basic experiences in developing the Malaysian corporate bond market, from which lessons can be drawn for Vietnam.

Keywords: Malaysia's experience, market development, corporate bonds

GIỚI THIỆU

Thực hiện chiến lược hội nhập về kinh tế nói chung và hội nhập về thị trường tài chính nói riêng, trong 15 năm qua, Chính phủ Việt Nam thực hiện nhiều chính sách, biện pháp cụ thể phát triển mạnh thị trường TPDN đa dạng hóa các kênh huy động vốn cho đầu tư phát triển. Tuy nhiên thị trường TPDN của Việt Nam có những bước phát triển thăng trầm khác nhau, có những thời điểm quy mô phát hành tăng trưởng lớn, song có khoảng thời gian đi xuống, từ đầu năm 2024 đến nay thị trường TPDN sụt giảm mạnh. Đặc biệt là đã xuất hiện những rủi ro lớn cho nền kinh tế. Vì vậy, việc nghiên cứu kinh nghiệm về quản lý, tổ chức điều hành phát triển thị trường TPDN của Malaysia, một nền kinh tế đang phát triển ở châu Á, rút ra bài học kinh nghiệm tham khảo cho Việt Nam có ý nghĩa hết sức thiết thực.

KINH NGHIỆM CỦA MALAYSIA

Về khung pháp lý nhằm phát triển thị trường TPDN

Chính phủ Malaysia xác định, vấn đề quan trọng đầu tiên để phát triển bền vững thị trường TPDN đó là hoàn thiện các quy định pháp luật cũng như các chính sách có liên quan. Từ nhận thức đó, Chính phủ Malaysia đã khẩn trương tập trung xây dựng khung chính sách phù hợp. Ngay từ đầu thập niên 80 của thế kỷ trước, Chính phủ Malaysia đã tập trung xây dựng

các luật và hệ thống các văn bản hướng dẫn dưới Luật Về thị trường trái phiếu. Theo tiến trình thời gian, các năm tiếp theo, Chính phủ tiếp tục thường xuyên hoàn thiện khung khổ các văn bản pháp lý theo kịp với sự phát triển của thị trường, thể hiện ở việc ban hành các hướng dẫn về chào bán chứng khoán nợ có tài sản đảm bảo (offering of asset-backed debt securities), về chào bán chứng khoán Hồi giáo (offering of Islamic Securities), về chào bán trái phiếu riêng lẻ ra công chúng, về xếp hạng tín nhiệm DN phát hành trái phiếu, về tư vấn và môi giới phát hành trái phiếu. Các văn bản pháp lý đó đã tạo điều kiện trong việc đăng ký, phát hành cũng như tạo ra những tài sản mới cho thị trường, quy định trách nhiệm và nghĩa vụ của các bên phát hành và đầu tư TPDN, phòng ngừa rủi ro TPDN (Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam, 2023).

Về xếp hạng tín nhiệm DN phát hành trái phiếu

Chính phủ Malaysia xác định, cần phải xây dựng và đưa vào vận hành các tổ chức xếp hạng tín nhiệm DN phát hành trái phiếu. Theo đó, Chính phủ Malaysia đã sớm thành lập 2 tổ chức độc lập đánh giá tín nhiệm DN, được đưa vào hoạt động từ các năm 1990 và 1995. Hai tổ chức này độc lập đưa ra những ý kiến đánh giá khách quan về tình hình tài chính, về uy tín trong kinh doanh và uy tín trên thị trường tài chính, về những rủi ro của DN phát hành trái phiếu theo các tiêu chí cụ thể phù hợp với thông lệ quốc tế. Những đánh giá của 2 tổ chức này được cung cấp cho cơ quan quản lý thị trường

* TS., Phó Hiệu trưởng Trường Đại học Cửu Long

Ngày nhận bài: 01/11/2024; Ngày phản biện: 28/11/2024; Ngày duyệt đăng: 12/12/2024

TPDN, đồng thời công bố rộng rãi cho các nhà đầu tư (NĐT) và những người quan tâm tới TPDN trong thời gian ngắn nhất, ngay trước khi DN phát hành (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2023).

Bên cạnh đó, một Hiệp hội đại diện cho các DN phát hành TPDN ở Malaysia cũng được thành lập, có chức năng tư vấn cho các DN về khắc phục những điểm yếu, điểm hạn chế trong báo cáo đánh giá tín nhiệm DN để khắc phục. Hiệp hội này cũng đại diện cho các DN làm việc, trao đổi với các cơ quan quản lý về hoàn thiện cơ chế chính sách, về tiêu chí xếp hạng tín nhiệm DN nhằm thúc đẩy thị trường phát triển TPDN. Trước năm 2000, các TPDN được phát hành ở Malaysia đều phải được xếp hạng ít nhất là BBB, một mặt làm tăng niềm tin của các NĐT và cũng là cơ hội gián tiếp để các công ty xếp hạng tín nhiệm của nước này phát triển (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2023).

Theo tiến trình phát triển của thị trường TPDN, quy định của Chính phủ Malaysia về việc DN phải đạt tiêu chuẩn xếp hạng BBB theo thông lệ quốc tế nói trên sau đó được gỡ bỏ, thay vào đó hồ sơ tín dụng của các DN phát hành trái phiếu phải đạt mức tín nhiệm A trở lên và chỉ khoảng 5% xếp hạng từ BBB trở xuống. Do các NĐT có nhu cầu lớn, DN có mức xếp hạng tín nhiệm cao luôn có chỗ đứng trong thị trường TPDN với lợi thế cạnh tranh thấy rõ.

Về đơn giản hóa quy trình

Để đạt được mục tiêu phát triển bền vững thị trường TPDN, Chính phủ Malaysia đã đơn giản quy trình phát hành TPDN. Chính phủ Malaysia đã đề ra những giải pháp cụ thể riêng về vấn đề này như sau: (i) Quy trình phát hành trái phiếu thường xuyên được thay đổi theo hướng tăng tính minh bạch cho toàn thị trường TPDN; (ii) Cơ chế phát hành theo giá TPDN định trước được thay bằng xác định giá theo cung cầu thị trường. Hệ thống đấu giá điện tử được thiết lập nhằm từng bước hoàn thiện cơ sở hạ tầng cho TTTP.

Để đơn giản hóa quá trình phát hành TPDN, Ủy ban Chứng khoán Malaysia đã ban hành bản Hướng dẫn chào bán chứng khoán nợ của DN, áp dụng từ tháng 7/2000. Điều này đã góp phần quan trọng làm tăng hiệu quả của quá trình phát hành TPDN. Trước đó, vào giữa những năm 90 của thế kỷ trước, để làm thủ tục xin phát hành TPDN, thì DN cần phải mất khoảng 9-12 tháng, làm lãng phí thời gian và mất đi cơ hội của DN tham gia vào thị trường trái phiếu.

Sau khi Chính phủ Malaysia ban hành bản Hướng dẫn nói trên, thời gian xử lý hồ sơ của các cơ quan quản lý nhà nước tại Malaysia đã rút ngắn xuống còn 14 ngày kể từ ngày DN nộp đầy đủ hồ sơ. Bên cạnh đó, Chương trình về thời gian sử dụng đăng ký phát hành được áp dụng cũng đã tạo điều kiện cho DN có thể linh hoạt về thời điểm phát hành, quy mô phát hành. Chương trình này cho phép DN phát hành nhiều đợt trái phiếu trong vòng 2 năm chỉ với 1 lần chấp nhận hồ sơ, với những tiêu chí nhất định. Sự đơn giản hóa trong quy trình phát hành và rút ngắn thời gian xin thủ tục phát hành đã thu hút nhiều DN và các quỹ đầu tư tham gia

vào thị trường TPDN của Malaysia. Với những chính sách và giải pháp tích cực, mang tính đột phá như trên của Chính phủ Malaysia, thị trường TPDN Malaysia từ tháng 7/2000 đã có nhiều chuyển biến rất rõ nét và TPDN trở thành một trong những công cụ huy động vốn trung, dài hạn quan trọng và hiệu quả cho các DN.

Về áp dụng công nghệ hiện đại thúc đẩy minh bạch thông tin, tăng cường hợp tác

Một kinh nghiệm quan trọng khác để đạt được mục tiêu phát triển mạnh và phát triển bền vững thị trường TPDN được Chính phủ Malaysia triển khai, đó là thúc đẩy đầu tư ứng dụng công nghệ hiện đại. Chính sách này góp phần minh bạch thông tin, tăng cường hợp tác trong phát triển thị trường TPDN. Theo định hướng chính sách đó, Chính phủ Malaysia yêu cầu các cơ quan quản lý và điều hành thị trường TPDN đẩy mạnh ứng dụng tiên bộ khoa học kỹ thuật, ứng dụng công nghệ thông tin hiện đại và đồng bộ, nhằm giảm chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường TPDN, như: sử dụng hệ thống đấu thầu tự động, cập nhật thông tin về trái phiếu để tạo điều kiện cho giao dịch nhanh chóng và góp phần thúc đẩy minh bạch thông tin.

Chính phủ Malaysia còn chú trọng hợp tác với các nước trong khu vực, đặc biệt là ở Đông Á, đã mang lại nhiều nguồn lợi cho thị trường trái phiếu nước này. Các nước trong khu vực hợp tác với nhau trên cơ sở chia sẻ kinh nghiệm quản lý, vận hành, kỹ thuật, chuyên môn nghiệp vụ, đào tạo cán bộ, xếp hạng tín nhiệm DN để có thể phát triển cả về chiều sâu và chiều rộng thị trường TPDN.

Ủy ban Chứng khoán Malaysia, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm và nhiều DN lớn của nước này thường xuyên tham gia các diễn đàn trong khu vực đi đầu trong phát triển tài chính của khu vực là: Diễn đàn Hợp tác Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương (APEC), Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á cộng 3 (ASEAN+3) và Hội nghị cấp cao Đông Á - Thái Bình Dương (EMEAP). Trên cơ sở đó, các cơ qua, tổ chức và các DN của Malaysia, đã tập trung vào các khía cạnh khác nhau để rút ra kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN của quốc gia mình và các quốc gia khác.

KHÁI QUÁT SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG TPDN CỦA VIỆT NAM

Theo Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA) (2019-2023), trong giai đoạn 2019-2023, thị trường TPDN phát triển mạnh, nhưng sau đó cũng bị điều chỉnh lớn. Năm 2019 lượng TPDN phát hành tăng hơn 30% so với năm 2018, năm 2020 tăng 11% so với năm 2019. Năm 2021 được xem là năm bùng nổ của TPDN, tổng lượng phát hành trong năm lên đến 742,7 ngàn tỷ đồng, gấp đôi trái phiếu Chính phủ và dư nợ tương đương 14,75% GDP. Sang năm 2022, thị trường chứng kiến nhiều sự vụ khiến niềm tin suy giảm, giảm 64% so với năm đỉnh 2021. Năm 2023, giá trị phát hành TPDN đạt 311,2 ngàn tỷ đồng, tăng hơn 15% so năm trước. Lũy kế từ đầu năm 2024 đến ngày

30/9/2024, có 268 đợt phát hành TPDN riêng lẻ trị giá 250.396 tỷ đồng và 15 đợt phát hành ra công chúng trị giá 27.054 tỷ đồng. Trong đó, 72 % giá trị trái phiếu phát hành là của nhóm ngân hàng thương mại; các DN bất động sản chiếm 18,54% giá trị trái phiếu phát hành.

Bên cạnh kết quả đạt được, sự phát triển của thị trường TPDN cũng đang đặt ra một số khó khăn, hạn chế. Trong thời gian qua, thị trường này đã chứng kiến hàng loạt công ty có sai phạm trong phát hành TPDN. Điển hình như Tập đoàn Tân Hoàng Minh đã bị hủy bỏ 9 đợt phát hành trái phiếu, bởi 3 công ty thành viên của Tân Hoàng Minh Group đã cố tình che giấu và cung cấp thông tin sai sự thật. Hay các công ty, như: Novaland, Công ty Cổ phần VKC Holdings (mã chứng khoán VKC - HNX) cũng đã phải khất nợ các trái chủ do không thể thanh toán lãi và gốc trái phiếu khi đến hạn.

Bên cạnh đó, đa phần trái phiếu là không có tài sản đảm bảo, không chuyển đổi và không kèm chứng quyền. Trái phiếu có tài sản đảm bảo, thì chất lượng tài sản đảm bảo chủ yếu là các dự án, tài sản hình thành trong tương lai hoặc cổ phiếu của DN. Giá trị của các tài sản này thường không định giá được chính xác hoặc có biến động mạnh theo diễn biến thị trường; theo đó, trường hợp thị trường bất động sản hoặc thị trường chứng khoán có biến động, giá trị tài sản đảm bảo có thể không đủ để thanh toán gốc, lãi trái phiếu. Chưa kể đến, những tài sản này còn có thể dùng để bảo đảm cho các khoản vay, khoản phát hành trái phiếu khác của DN.

Như vậy, có thể thấy, hàng trăm, thậm chí hàng nghìn tỷ đồng đã được các DN lớn phát hành, mà không có tài sản đảm bảo hoặc tài sản đảm bảo có giá trị biến động mạnh sẽ gây ra rủi ro rất lớn cho NĐT khi DN bị phá sản. Mức lãi suất coupon trái phiếu của ngành bất động sản xây dựng cao, nhưng đó cũng là những ngành có tỷ lệ phải xin gia hạn thời hạn trái phiếu, các hệ số thanh toán thấp, hệ số dòng tiền/dư nợ gần như ở mức 0. Do vậy, rủi ro mất tiền từ những khoản đầu tư vào trái phiếu này là rất cao.

Một điểm đáng lưu ý khác, trên thị trường vẫn có trường hợp DN phát hành TPDN với khối lượng lớn trong khi vốn chủ sở hữu nhỏ, dẫn đến kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh lỗ qua các năm. Những bê bối của các DN lớn, như: Tân Hoàng Minh, ngân hàng SCB, Vạn Thịnh Phát..., đã gây mất niềm tin cho NĐT. Kết quả là, năm 2022 đánh dấu sự sụt giảm hơn 60% khối lượng vốn phát hành từ TPDN so với năm 2021. Tiếp đến, trong năm 2023, lại thêm một loạt DN xin khất nợ lãi và gốc trái phiếu đến hạn (Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam, 2019-2023).

MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ ĐỐI VỚI VIỆT NAM

Qua nghiên cứu, tìm hiểu kinh nghiệm xây dựng và triển khai chính sách của Chính phủ Malaysia về phát triển mạnh, bền vững thị trường TPDN, đồng thời liên hệ với sự phát triển của thị trường TPDN nước ta, có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm và khuyến nghị cho thị trường TPDN ở Việt Nam, như sau:

Một là, hoàn thiện tổ chức thị trường: Đối với TPDN riêng lẻ, thị trường giao dịch TPDN cho các NĐT chuyên nghiệp tại Sở Giao dịch chứng khoán sẽ được thiết lập và triển khai gắn với nâng cấp Chuyên trang thông tin về TPDN riêng lẻ, qua đó tăng thanh khoản của trái phiếu và hỗ trợ thị trường sơ cấp TPDN ngày càng phát triển. Tiếp tục hoàn thiện thị trường niêm yết, giao dịch TPDN tại Sở Giao dịch chứng khoán; đồng thời, rà soát, sửa đổi các quy định về chào bán TPDN ra công chúng để khuyến khích các DN chào bán trái phiếu ra công chúng, thực hiện niêm yết, giao dịch.

Hai là, phát triển các sản phẩm TPDN: Khuyến khích các DN đa dạng hóa các loại hình TPDN phù hợp với nhu cầu huy động vốn; thúc đẩy DN chào bán trái phiếu ra công chúng, gắn với niêm yết để nâng cao tính minh bạch cho thị trường; Xây dựng quy chuẩn phát hành trái phiếu xanh để vừa tạo kênh huy động vốn cho các DN, vừa thu hút thêm các NĐT. Phát triển các sản phẩm TPDN dự án đối tác công - tư (PPP), trái phiếu dự án để thúc đẩy thị trường vốn cho phát triển cơ sở hạ tầng.

Ba là, thúc đẩy dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và các dịch vụ trên thị trường: Chính phủ ban hành và thực thi các quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm; đồng thời, khuyến khích các DN xếp hạng tín nhiệm quốc tế tham gia cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm trên thị trường TPDN. Bên cạnh đó, tiếp tục nghiên cứu các giải pháp mở rộng phạm vi áp dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. Trên cơ sở đó, nâng cao chất lượng các trái phiếu được chào bán, phát hành và bổ sung công cụ cho NĐT đánh giá rủi ro trước khi mua trái phiếu, phù hợp với thông lệ quốc tế; hình thành thói quen và thông lệ sử dụng kết quả xếp hạng tín nhiệm khi phát hành, đầu tư TPDN.

Bốn là, phát triển cơ sở NĐT: Bên cạnh cơ chế chính sách về phát hành TPDN, để phát triển bền vững thị trường TPDN nói riêng, thị trường vốn nói chung, cần có các giải pháp để tiếp tục mở rộng cơ sở NĐT. Phát triển các quỹ đầu tư chứng khoán để NĐT cá nhân tham gia thị trường thông qua các quỹ đầu tư, giảm thiểu rủi ro và tăng khả năng đánh giá rủi ro tài chính. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2019-2024), *Thông tin thị trường tài chính, trao đổi diễn đàn tài chính, các tháng trong năm 2019-2024*.
2. Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA) (2019-2023), *Báo cáo thường niên các năm 2019-2023*.
3. Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA) (2023), *Báo cáo khảo sát kinh nghiệm phát triển TPDN các nước châu Á; Bản cứng, tài liệu nghiên cứu và lưu hành nội bộ*, tháng 12/2023.