MỘT SỐ VẤN ĐỀ VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VÀ KINH NGHIỆM CỦA CÁC NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI

I. HOẠT ĐỘNG CƠ BẢN TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

1. Hoạt động phát hành trái phiếu

1.1. Bảo lãnh phát hành trái phiếu

Bảo lãnh phát hành là việc tổ chức bảo lãnh giúp tổ chức phát hành thực hiện các thủ tục trước khi phát hành trái phiếu 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. Trái phiếu do các tổ chức bảo lãnh phát hành được bán theo hình thức chiết khấu và ngang mệnh giá. Dưới đây là một số phương thức bảo lãnh:

+ Bảo lãnh với cam kết chắc chắn (bảo lãnh toàn phần): là phương thức, trong đó tổ chức bảo lãnh cam kết sẽ mua toàn bộ trái phiếu của nhà phát hành cho dù trong trường hợp không phân phối hết. Hay nói một cách khác, tổ chức bảo lãnh phát hành phải cam kết thanh toán đầy đủ số tiền bán trái phiếu cho nhà phát hành kể cả có bán được hết hay không.

+ Bảo lãnh từng phần: là phương thức mà tổ chức bảo lãnh nhận mua một phần (được quy định trong hợp đồng) số trái phiếu của nhà phát hành nếu phân phối không hết.

+ Bảo lãnh với cố gắng cao nhất: là hình thức trong đó, tổ chức bảo lãnh hoạt động như một đại lý cho nhà phát hành; tổ chức bảo lãnh sẽ nỗ lực tối đa nhưng không cam kết trong việc phân phối trái phiếu cho các nhà đầu tư. Trong trường hợp nếu không bán hết, tổ chức bảo lãnh sẽ được quyền hoàn trả số trái phiếu còn lại cho nhà phát hành mà không bị chịu phạt và đây là hình thức được các tổ chức bảo lãnh hay áp dụng nhất.

+ Bảo lãnh theo phương thức bán tất cả hoặc không: là hình thức mà tổ chức bảo lãnh cũng phải cố gắng tối đa để bán hết số chứng khoán do tổ chức phát hành yêu cầu. Trường hợp không bán hết, đợt phát hành sẽ bị huỷ bỏ và tổ chức bảo lãnh sẽ không được nhận bất kỳ một khoản hoa hồng nào và số tiền đã bán trái phiếu sẽ được hoàn trả cho các nhà đầu tư.

TTBD DBDC

+ Bảo lãnh theo phương thức tối thiểu – tối đa: đây là phương thức mà tổ chức phát hành yêu cầu tổ chức bảo lãnh phải phân phối một tỷ lệ tối thiểu nhất định trái phiếu phát hành. Nếu không đạt được được tỷ lệ đó thì toàn bộ đợt phát hành bị huỷ bỏ và tổ chức bảo lãnh sẽ không được nhận bất kỳ một khoản hoa hồng nào.

1.2. Đấu thầu

Hình thức đấu thầu trái phiếu là việc bán trái phiếu cho các tổ chức, cá nhân tham gia đấu thầu, đáp ứng đủ các yêu cầu và có mức lãi suất đặt thầu thấp nhất (hay giá đặt thầu cao nhất). Việc đấu thầu trái phiếu có thể được thực hiện tại nơi phát hành, có thể đấu thầu thông qua các tổ chức trung gian tài chính hoặc có thể được thực hiện qua Sở giao dịch chứng khoán (các đối tượng tham gia tại SGDCK phải đáp ứng đủ các điều kiện theo quy định của pháp luật). Các nhà đầu tư nhỏ tham gia đấu thầu trái phiếu thông qua các thành viên đấu thầu.

Việc xác định khối lượng và lãi suất trúng thầu căn cứ vào khối lượng và lãi suất đặt thầu của các thành viên, khối lượng vốn cần huy động và lãi suất chỉ đạo (nếu có). Khối lượng trúng thầu được chọn bắt đầu từ mức lãi suất đặt thầu thấp nhất đến mức lãi suất chỉ đạo (nếu có). Tại mức lãi suất đặt thầu mà khối lượng đặt thầu vượt quá khối lượng vốn cần huy động thì khối lượng trúng thầu được phân chia cho mỗi phiếu đặt thầu theo tỷ lệ thuận giữa khối lượng vốn cần huy động còn lại và khối lượng đặt thầu của từng phiếu tại mức lãi suất đó. Trên thế giới hiện nay thường áp dụng 2 phương thức đấu giá theo kiểu Hà Lan và Mỹ. Nếu đấu giá theo kiểu Hà Lan (Dutch Auction) thì lãi suất trúng thầu cao nhất sẽ là lãi suất áp dụng chung cho mọi đối tượng trúng thầu; nếu đấu giá theo kiểu Mỹ (American Auction) thì các thành viên trúng thầu sẽ mua trái phiếu có lãi suất đúng bằng lãi suất họ đã đặt thầu.

Trái phiếu đấu thầu qua thị trường chứng khoán tập trung được bán theo các hình thức: bán chiết khấu; bán ngang mệnh giá; bán cao hoặc thấp hơn mệnh giá.

1.3. Đại lý phát hành

Hình thức đại lý phát hành trái phiếu là việc tổ chức được phép làm đại lý phát hành trái phiếu thoả thuận với tổ chức phát hành nhận bán trái phiếu. Trường hợp không bán hết, tổ chức đại lý phát hành được phép hoàn trả lại số trái phiếu cho tổ chức phát hành mà không có trách nhiệm phải mua lại số trái

phiếu không bán hết đó và các tổ chức này sẽ được hưởng một khoản phí nhất định theo mức thoả thuận với nhà phát hành.

Đại lý thanh toán trái phiếu là tổ chức được nhà phát hành uỷ quyền thanh toán gốc và lãi trái phiếu khi đến hạn phải thanh toán. Các đại lý này cũng sẽ được hưởng một khoản phí thanh toán nhất định theo mức thoả thuận với nhà phát hành.

Trái phiếu do các tổ chức làm đại lý phát hành được bán theo hình thức giống như các tổ chức bảo lãnh phát hành.

1.4. Phát hành qua tổ hợp ngân hàng đầu tư

Hình thức này áp dụng khi cơ quan phát hành uỷ thác việc phát hành trái phiếu cho Ngân hàng Trung ương. Phương thức tiến hành là một tổ hợp ngân hàng đầu tư lớn sẽ đứng ra thảo luận mức lãi suất với ngân hàng Trung ương. Sau đó, toàn bộ khối lượng trái phiếu phát hành sẽ được tổ hợp đảm nhận mua và phân phối.

- Bán lẻ

Với hình thức này, nhà phát hành tiến hành tự tổ chức phát hành trái phiếu cho nhà đầu tư mà không thông qua bất cứ một tổ chức trung gian nào. Hình thức phát hành này phù hợp khi huy động với khối lượng vốn không lớn. Ưu điểm là chi phí phát hành tương đối thấp. Tuy nhiên, có thể việc huy động sẽ bị kéo dài và khối lượng huy động không đảm bảo theo kế hoạch vì phạm vi thị trường thường nhỏ hẹp.

Tại nhiều nước trên thế giới thường kết hợp các hình thức phát hành như đấu thầu (theo giá hoặc theo lãi suất) kết hợp với phát hành qua tổ hợp ngân hàng đầu tư và hình thức phát hành trực tiếp. Việc kết hợp này nhằm mục tiêu thực hiện chính sách tài chính – tiền tệ, Chính Phủ thường định kỳ phát hành nhằm tránh tác động tiêu cực tới thị trường tài chính và cung cấp lãi suất chuẩn cho thị trường. Hoạt động phát hành TPCP không phải xin phép UBCKNN. Thông qua nhu cầu và kế hoạch phát hành được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt, Chính Phủ thực hiện việc phát hành trái phiếu thông qua các hình thức: đấu thầu (đấu giá theo giá, theo lãi suất); phát hành qua tổ hợp các ngân hàng đầu tư và bán lẻ qua hệ thống Kho bạc. Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp khác với TPCP là đều phải xin phép và được sự đồng ý của UBCKNN; khi tiến hành phát hành, các doanh nghiệp phải tuân thủ theo đúng các thủ tục và

quy trình do các cơ quan Nhà nước có thẩm quyền quy định. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp thường thông qua hình thức sau: phát hành riêng lẻ (đây là hình thức phát hành trong phạm vi hẹp, không tiến hành bán rộng rãi ra công chúng. Do vậy, việc phát hành này chịu sự điều chỉnh của Luật DN và không phải là đối tượng quy định pháp luật về chứng khoán và thị trường chứng khoán); phát ra công chúng với các phương thức tự phát hành, thông qua đại lý và bảo lãnh.

2. Hoạt động giao dịch trái phiếu

2.1. Giao dịch trên sở giao dịch chứng khoán (thị trường tập trung)

Các giao dịch được thực hiện trên Sở Giao dịch chứng khoán theo hình thức đấu giá. Hình thức đấu giá được sử dụng chủ yếu cho các giao dịch giao ngay. Tuỳ thuộc vào sự phát triển của hệ thống giao dịch ở các Sở giao dịch, hình thức đấu giá được thực hiện khác nhau.

Đối với các Sở giao dịch sử dụng hệ thống giao dịch thủ công, hình thức đấu giá được thực hiện thủ công bằng tay tại sàn giao dịch. Hệ thống giao dịch thủ công cho đến nay đã không còn được sử dụng nữa, thay vào đó là hệ thống giao dịch thông qua máy tính điện tử. Tuỳ theo sự phát triển của từng thị trường, giao dịch qua máy tính điện tử có thể áp dụng hình thức bán tự động hay tự động hoàn toàn.

- Giao dịch bán tự động: là hình thức kết hợp giữa giao dịch thủ công với giao dịch qua máy tính điện tử. Theo hình thức này, một số khâu trong công đoạn giao dịch như nhận lệnh, ghép lệnh..., thanh toán, bù trừ, lưu ký được thực hiện qua máy tính còn các khâu còn lại sẽ thực hiện theo hình thức thủ công.

- Giao dịch điện tử tự động hoá hoàn toàn là hệ thống giao dịch trong đó tất cả các khâu đều thông qua hệ thống máy tính. Các SGDCK không còn khái niệm Sàn giao dịch, tại đó chỉ có hệ thống các máy vi tính.

Giá giao dịch tại SGDCK sẽ được xác lập theo phương pháp so khớp các tập hợp lệnh hoặc đơn lệnh. Nếu như giá giao dịch được xác lập theo phương pháp so khớp đơn lệnh thì về tính chất của giá cũng được hình thành như giao dịch thủ công. Trường hợp giá giao dịch xác lập theo tập hợp lệnh đăng ký thì giá chốt là mức giá cho khối lượng giao dịch là lớn nhất.

TTBD ĐBDC

Giao dịch trên thị trường này được thực hiện dựa trên xương sống là các hệ thống giao dịch trái phiếu đầy đủ bao gồm cả hệ thống thanh toán, hệ thống lưu ký và các hệ thống thông tin. Kết quả giao dịch trên hệ thống giao dịch này được coi là có căn cứ pháp lý và được đẩy sang hệ thống lưu ký để thực hiện thanh toán bù trừ. Hệ thống giao dịch đầy đủ thường do các SGDCK hay Ngân hàng trung ương đảm nhiệm.

2.2. Giao dịch trái phiếu trên thị trường phi tập trung (OTC):

Các giao dịch trái phiếu được thực hiện trên thị trường OTC sử dụng hình thức thức thoả thuận. Hình thức thoả thuận được sử dụng cho cả các giao dịch giao ngay, giao dịch kỳ hạn và giao dịch quyền chọn. Theo hình thức này, các giao dịch có thể là giao dịch môi giới hoặc giao dịch tự doanh.

- Giao dịch môi giới

Khi một khách hàng muốn mua hoặc bán một loại trái phiếu nào đó với một số lượng nhất định, khách hàng ra lệnh cho công ty chứng khoán nơi mở tài khoản, lệnh có thể ra trực tiếp theo mẫu lệnh bằng giấy hoặc qua điện thoại, fax hoặc hệ thống máy tính nối mạng diện rộng. Lệnh mua bán trái phiếu được chuyển đến Phòng giao dịch của công ty chứng khoán. Trong bộ phận giao dịch, lệnh được chuyển cho nhà môi giới lập giá. Ở đây có thể chia ra hai trường hợp:

Một là nếu công ty chứng khoán là người tạo thị trường cho các loại trái phiếu khách hàng đặt mua bán thì bộ phận giao dịch của công ty giao dịch sẽ trực tiếp thương lượng và thoả thuận với khách hàng.

Hai là nếu công ty chứng khoán không phải là người tạo thị trường thì bộ phận giao dịch của công ty chứng khoán sẽ liên hệ với các nhà tạo thị trường cho loại trái phiếu này. Thông thường, bộ phận giao dịch sẽ liên hệ với các nhà tạo thị trường khác thông qua hệ thống báo giá cấp 2 để biết được các mức giá chào bán và đặt mua. Bộ phận giao dịch sẽ thực hiện lệnh của khách hàng với nhà giao dịch môi giới (nhà tạo thị trường) nào đưa ra giá có lợi nhất (giá tốt nhất) cho khách hàng.

Sau khi hoàn tất giao dịch, bộ phận giao dịch sẽ lập bảng xác nhận giao dịch cho khách hàng và chuyển kết quả giao dịch tới bộ phận thanh toán để làm thủ tục thanh toán.

- Giao dịch tự doanh

TTBD ĐBDC

Trên thị trường OTC, các công ty chứng khoán, các NHTM giao dịch mua bán trái phiếu cho chính mình rất phổ biến. Đó là nghiệp vụ công ty chứng khoán mua bán trái phiếu bằng nguồn vốn của mình để hưởng lợi nhuận. Cũng như các nghiệp vụ giao dịch khác, khi mua bán trái phiếu cho chính mình, bộ phận giao dịch mua bán của công ty sẽ thực hiện. Công ty chứng khoán tính phần tăng giá đối với một khoản mua hoặc khấu trừ giá đối với một khoản bán. Khoản phí này thường do công ty quy định và phải phù hợp quy định chênh lệch giá tối đa của Hiệp hội các nhà giao dịch trái phiếu. Do giao dịch tự doanh không phải là các giao dịch môi giới nên không tính các khoản phí hoa hồng, mà giá của trái phiếu giao dịch được điều chỉnh phản ánh khoản phí đó.

Giao dịch trên thị trường OTC không được hỗ trợ nghiệp vụ thanh toán, cũng như không hỗ được trợ đầy đủ các nghiệp vụ khác có liên quan đến giao dịch mà thường chỉ hỗ trợ nghiệp vụ thỏa thuận giao dịch. Hệ thống giao dịch E-bond của BloomBerg là một ví dụ điển hình. Các nhà tổ chức tài chính tín dụng lớn trên thế giới thường kết nối đến hệ thống của Bloomberg để khai thác thông tin. Bloomberg dựa vào đó phát triển E-bond như là một hệ thống thỏa thuận giao dịch chuyên dụng cho trái phiếu với những tiện ích rất tiên tiến. Giao dịch được nhà đầu tư thỏa thuận trên Ebond sau đó nhà đầu tư cụ thể hóa giao dịch thành các lệnh giao dịch trên các hệ thống giao dịch đầy đủ khác như của SGDCK hoặc gửi kết quả trực tiếp đến Trung tâm lưu ký chứng khoán.

3. Phát triển thị trường trái phiếu và một số tiêu chí đánh giá

3.1. Khái niệm về phát triển thị trường trái phiếu

TTBD ĐBDC

Phát triển là sự thay đổi cả về lượng và chất của chủ thể nghiên cứu theo hướng tích cực. Mục tiêu của thị trường trái phiếu là huy động vốn cho đầu tư phát triển kinh tế, thực hiện mục tiêu chính sách tài chính, đồng thời tạo công cụ đầu tư cho các nhà đầu tư. Thị trường sẽ đạt mục tiêu khi tạo khả năng tích tụ, tập trung vốn cho ngân sách Nhà nước cũng như vốn của các doanh nghiệp, góp phần ổn định và tăng trưởng kinh tế, tránh lạm phát…Nhưng để đạt được mục tiêu đó, thì thị trường phải hoạt động với lượng vốn lớn, tính thanh khoản cao, khối lượng giao dịch lớn, chi phí giao dịch nhỏ, có sự tham gia ngày càng đông của các nhà đầu tư, đặc biệt nhà đầu tư có tổ chức, cơ sở vật chất kỹ thuật giao dịch hiện đại, phương thức giao dịch tiên tiến, khả năng linh hoạt lớn, khả năng kiểm soát thị trường tốt…

Như vậy, Phát triển thị trường trái phiếu là sự thay đổi các yếu tố của thị trường cả về định lượng và định tính theo hướng tích cực nhằm thực hiện ngày càng tốt hơn chức năng của thị trường trái phiếu.

3.2. Các tiêu chí đánh giá sự phát triển thị trường trái phiếu

3.2.1. Tiêu chí định lượng

Một là, quy mô thị trường và giá trị giao dịch: Thị trường trái phiếu càng phát triển thì lượng vốn huy động được từ việc phát hành, giao dịch sẽ càng lớn và ngược lại, nếu lượng vốn huy động được từ việc phát hành, giao dịch trái phiếu là không đáng kể thì điều đó có nghĩa là thị trường còn rất nhỏ bé và chưa phát triển. Hệ số về giao dịch được tính dựa trên tổng giá trị giao dịch/tổng dư nợ trái phiếu bình quân trong năm. Hệ số này tại các thị trường trái phiếu phát triển dao động từ 200 đến 500%.

Hai là, chất lượng và sự đa dạng về hàng hóa trên thị trường trái phiếu: sự phát triển của thị trường trái phiếu được thể hiện bởi số lượng trái phiếu phát hành, giao dịch trên thị trường và sự phong phú về chủng loại hàng hóa trên thị trường, đa dạng về kỳ hạn. Nếu hàng hóa trên thị trường trái phiếu đa dạng sẽ giúp nhà đầu tư có nhiều lựa chọn hơn, và sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư hơn.

Ba là, tần suất phát hành, giao dịch (đặc biệt là TPCP): tần suất phát hành, giao dịch phải hợp lí, chưa hẳn tần suất lớn đã là tốt, lượng cung trái phiếu lớn mà cầu trái phiếu nhỏ thì sẽ làm cho các đợt phát hành bị thất bại, ảnh hưởng tới tâm lý của các nhà đầu tư.

Bốn là, phí giao dịch: Để thị trường trái phiếu trở nên sôi động thì phí giao dịch thấp là một nhân tố thu hút nhà đầu tư.

Năm là, mức độ phát triển của các hệ thống giao dịch: hệ thống giao dịch càng phát triển thị trường trái phiếu càng phát triển. Mức độ phát triển của hệ thống giao dịch thể hiện các chỉ tiêu: khả năng tham gia trực tiếp của thành viên thị trường, số lượng trái phiếu, mức độ phù hợp của phương thức giao dịch áp dụng, hình thức giao dịch áp dụng, thời gian giao dịch...

Sáu là, số lượng và chất lượng thành viên tham gia vào thị trường trái phiếu: Thị trường trái phiếu phát triển là thị trường phải có đầy đủ các đối tượng tham gia uy tín và hoạt động một cách có hiệu quả, Bao gồm các cơ quan quản lý, các tổ chức cung cấp hệ thống giao dịch, hệ thống lưu ký, thanh toán, các nhà

TTBD ĐBDC

tạo lập thị trường, các trung gian tài chính, nhà đầu tư, tổ chức định mức tín nhiệm.

3.2.2. Các tiêu chí định tính

Một là, khả năng kiểm soát thị trường: một thị trường phát triển tốt đồng nghĩa với việc thị trường đó được quản lý và giám sát một cách có hiệu quả. Giao dịch trên thị trường trở nên minh bạch, trung thực, tránh hiện tượng gian lận, thao túng giá cả….

Hai là, tính thanh khoản của trái phiếu: Thị trường trái phiếu phát triển sẽ tạo khả năng thanh khoản của trái phiếu. Do đó, để đánh giá một thị trường trái phiếu có phát triển hay không, có thể xem xét đến tính thanh khoản của trái phiếu.

Ba là, khả năng tiếp cận thông tin: Thông tin càng đầy đủ, càng dễ tiếp cận thì thị trường càng phát triển. Thị trường trái phiếu phát triển phải có hệ thống thông tin cơ sở, có hệ số tín nhiệm trái phiếu, có đường cong lợi suất chuẩn.

Bốn là, mức độ hội nhập quốc tế: Thị trường trái phiếu thứ cấp phát triển có khả năng hội nhập quốc tế nhưng phải đảm bảo khả năng tự chủ. Mức độ hội nhập càng cao thị trường càng phát triển, điều này thể hiện ở các chỉ tiêu: khả năng niêm yết chéo giữa các hệ thống giao dịch, khả năng niêm yết trái phiếu trong nước ra nước ngoài, khả năng cung cấp thông tin thị trường trong nước ra thế giới và khả năng tiếp nhận thông tin chiều ngược lại.

II. CÁC ĐIỀU KIỆN PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

TTBD DBDC

Thị trường trái phiếu là một thị trường đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển kinh tế. Do vậy việc nghiên cứu các điều kiện ảnh hưởng tới thị trường trái phiếu có một ý nghĩa vô cùng to lớn, giúp Chính Phủ, doanh nghiệp có những chiến lược phù hợp nhằm thu hút tối đa được nguồn vốn cũng như giúp cho thị trường trái phiếu phát triển và hoạt động một cách có hiệu quả. Dưới đây là một số điều kiện đó:

1. Điều kiện vĩ mô

1.1. Điều kiện về ổn định chính trị và ổn định kinh tế vĩ mô

Đây là nhân tố quan trọng nhất, nó quyết định tới sự phát triển của thị trường tài chính nói chung cũng như thị trường trái phiếu nói riêng của bất kỳ quốc gia nào trên thế giới. Cùng với sự ổn định về chính trị thì ổn định môi

trường kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế là yếu tố cực kỳ quan trọng trong sự phát triển mang yếu tố quyết định trong việc phát triển kinh tế - xã hội của bất kỳ quốc gia nào.

Với một quốc gia có sự ổn định về chính trị và kinh tế sẽ làm cho đời sống, thu nhập của toàn xã hội được nâng cao, phần tích lũy ngày càng lớn, dẫn đến nhu cầu đầu tư tăng cao, khi Chính Phủ tiến hành thu hút vốn phục vụ cho mục đích đầu tư phát triển bằng cách phát hành trái phiếu thì các nhà đầu tư sẽ rất an tâm trong việc bỏ vốn vào đầu tư trung và dài hạn. Trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển TTCK, Chính Phủ sẽ tổ chức tiến hành phát hành trái phiếu làm mặt hàng chính cho thị trường. Thêm vào đó, việc tiến hành mua bán TPCP thường xuyên trên thị trường sơ cấp sẽ giúp cho tính thanh khoản của TPCP được nâng cao và làm nguồn vốn khả dụng của các tổ chức nắm giữ TPCP được tăng lên, từ đó tạo ra một đường cong lãi suất chuẩn cho các loại trái phiếu khác cùng phát triển giúp các nhà đầu tư có những sự lựa chọn đầu tư vốn của mình một cách chính xác và có hiệu quả hơn.

Nếu một quốc gia không có sự ổn định về chính trị, về kinh tế vĩ mô, sẽ ảnh hưởng tới đời sống của người dân. Khi sự ổn định xảy ra sẽ rất khó dự báo cho tương lai, từ đó khó khăn trong việc ra quyết định cho chiến lược phát triển của các chủ thể tham gia vào thị trường vốn. Điều này đồng nghĩa với việc Chính Phủ và các doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc huy động vốn trung và dài hạn thông qua phát hành trái phiếu trên thị trường vốn và dẫn đến thị trường trái phiếu sẽ không thể phát triển được. Bên cạnh đó cũng phải kể đến những ảnh hưởng từ bên ngoài, nhất là sự biến động của kinh tế thế giới. Sự biến động này ảnh hưởng đến các nước đang phát triển, đặc biệt là những nước có nền kinh tế phụ thuộc vào xuất khẩu.

TTBD ĐBDC

1.2. Điều kiện về hệ thống pháp lý

Hệ thống chính sách có tác động rất lớn đến bản thân TTCK và hoạt động của các doanh nghiệp. Mỗi thay đổi chính sách có thể kéo theo các tác động tốt hoặc xấu tới TTCK nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng, nhất là trong những thời điểm nhạy cảm. Môi trường pháp luật là yếu tố quan trọng tác động tới TTCK, do vậy, môi trường pháp lý cần được xem xét trên các góc độ: Hệ thống hành lang pháp lý của TTCK được xây dựng như thế nào, có đủ bảo vệ quyền lợi chính đáng của người đầu tư hay không? Những mặt khuyến khích, ưu

đãi, hạn chế được quy định trong hệ thống pháp luật ra sao? Và sự ổn định của hệ thống luật pháp, khả năng sửa đổi và ảnh hưởng của chúng đến thị trường trái phiếu như thế nào?

Muốn cho thị trường trái phiếu có thể hoạt động và phát triển, điều kiện trước tiên là phải có hệ thống các quy định về pháp luật đối với chính sách phát triển một cách đồng bộ và có khả năng hội nhập với quốc tế. Để môi trường pháp lý phát huy được hiệu lực đối với hoạt động của thị trường cần thiết phải có sự phối hợp nhịp nhàng của các cơ quan quản lý nhà nước và đảm bảo có một khung pháp lý đầy đủ, đồng bộ và thống nhất. Các cơ quan có nhiệm vụ tham mưu và trình lên cấp trên các điểm sửa, đổi bổ sung vào các văn bản pháp lý hay ban hành các văn bản mới để từng bước tháo gỡ những vấn đề còn gây cản trở, vướng mắc trong quá trình thực hiện đến hoạt động của thị trường trái phiếu, đồng thời liên tục hoàn thiện hệ thống pháp luận nhằm phù hợp với các điều kiện phát triển của thị trường trái phiếu.

1.3. Điều kiện về mô hình tổ chức thị trường

Mô hình tổ chức thị trường trái phiếu có tác động rất quan trọng trong việc thúc đẩy hoạt động của các nhà đầu tư tham gia vào thị trường, tạo cho thị trường trái phiếu luôn sôi động và hiệu quả. Mô hình tổ chức thị trường trái phiếu (đặc biệt là TPCP) nếu được xác lập phù hợp sẽ thúc đẩy sự phát triển của thị trường, đồng thời, tạo điều kiện cho cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức tự quản thực hiện tốt chức năng quản lý, giám sát thị trường. Ngược lại, nếu mô hình tổ chức thị trường trái phiếu không được xác lập phù hợp sẽ kìm hãm sự phát triển của thị trường, làm cho thị trường hoạt động kém hiệu quả, không sôi động…

1.4. Điều kiện về sự phát triển thị trường tài chính

Thị trường tài chính là một bộ phận quan trọng bậc nhất, chi phối toàn bộ hoạt động của nền kinh tế hàng hoá. Thị trường tài chính nói chung cũng như thị trường chứng khoán nói riêng phát triển sẽ góp phần thúc đẩy mạnh mẽ sự phát triển kinh tế xã hội của một quốc gia thông qua: (i) Tạo sự tích luỹ và vốn để đáp ứng nhu cầu về vốn xây dựng cơ sở vật chất kỹ thuật của nền kinh tế; (ii) Giúp cho việc sử dụng vốn có hiệu quả hơn không chỉ cho người đầu tư mà cả đối với những người đi vay để đầu tư; (iii) tạo điều kiện thuận lợi cho chính sách mở cửa, cải cách kinh tế của Chính Phủ, tạo điều kiện phát triển thị trường trái

phiếu ở tầm quốc tế, thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Và khi đó, thị trường trái phiếu là một bộ phận của thị trường tài chính cũng sẽ có cơ hội phát triển của riêng mình.

1.5. Các điều kiện khác

Ngoài các điều kiện trên, còn có các điều kiện khác tác động trực tiếp đến thị trường trái phiếu như: (i) Tỷ giá hối đoái: tỷ giá hối đoái thay đổi không chỉ ảnh hưởng tới thị trường ngoại hối mà còn tác động tới thị trường trái phiếu. Nguồn vốn nước ngoài được đầu tư vào thị trường trái phiếu, nếu tỷ giá hối đoái tăng mạnh sẽ làm nảy sinh lí do khiến các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn khỏi thị trường trái phiếu. Khi một lượng vốn lớn nhanh chóng bị rút khỏi thị trường sẽ làm giảm giá trái phiếu và điều này sẽ tác động làm tăng lãi suất. Nếu lãi suất tăng sẽ trở thành gánh nặng cho nhà phát hành; (ii) Lạm phát: là sự mất giá của đồng tiền, nó làm thay đổi hành vi tiêu dùng và tiết kiệm của dân cư và doanh nghiệp. Tỷ lệ lạm phát không hợp lý sẽ gây khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, ngăn cản sự tăng trưởng và phát triển kinh tế. Trong thực tế, tăng trưởng kinh tế cao thường kéo theo lạm phát. Điều này gần như là một nguyên lý mà các nhà kinh tế, kế hoạch, tài chính quốc gia phải luôn luôn quan tâm để hài hoà giữa phát triển và kiểm soát lạm phát, trong đó việc cân đối liều lượng, thời điểm, phương thức áp dụng các biện pháp là rất quan trọng. Lạm phát cao làm đồng tiền mất giá, kéo theo lãi suất tiết kiệm tăng cao, nhà đầu tư sẽ phân vân giữa đầu tư vào thị trường trái phiếu hay gửi tiết kiệm; (iii) Lãi suất: Giá của trái phiếu là giá trị hiện tại của các dòng tiền. Khi lãi suất thị trường càng cao thì các dòng tiền bị chiết khấu với lãi suất càng lớn, do vậy dẫn đến giá trái phiếu sẽ xuống thấp. Vì vậy, khi lãi suất cao, giá trái phiếu thấp có thể là một cơ hội tốt để mua vào trái phiếu. Khi kinh tế phát triển mà không có lạm phát lớn thì trái phiếu dài hạn là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với cổ phiếu. Có thể nói lãi suất và giá trái phiếu luôn có tỷ lệ nghịch với nhau.

Khi nền kinh tế phát triển tốt thì TTCK có xu hướng đi lên và ngược lại khi kinh tế giảm sút thì TTCK đi xuống. Như vậy, nếu dự đoán được xu hướng phát triển của nền kinh tế, có thể dự báo được xu thế phát triển chung của TTCK. Vì vậy, các nhà đầu tư cần phải cố gắng dự đoán tình hình kinh tế để tìm ra những đỉnh điểm của chu kỳ kinh tế và chọn thời cơ để tham gia hoặc rút lui khỏi thị trường một cách hợp lý nhất.

TTBD ĐBDC

2. Điều kiện vi mô

2.1. Điều kiện về cơ sở vật chất kỹ thuật

Cơ sở vật chất kỹ thuật hiện đại là điều kiện căn bản thị trường trái phiếu có thể triển khai hoạt động thành công. Trong số cơ sở vật chất kỹ thuật nói chung thì hạ tầng CNTT là yếu tố quan trọng nhất và có ảnh hưởng quyết định đối với mô hình tổ chức và hoạt động của các thành viên thị trường trái phiếu.

2.2. Điều kiện về hệ thống thanh toán, lưu ký trái phiếu

Tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường bao gồm các Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký và hiệp hội kinh doanh trái phiếu. Để mọi giao dịch và thanh toán diễn ra một cách nhanh chóng, chính xác và linh hoạt, đòi hỏi cần có sự kết nối thành một hệ thống giữa các thành viên trên Sở giao dịch chứng khoán với nhau. Với quy mô thị trường và khối lượng giao dịch ngày càng lớn, yêu cầu đặt ra là phải tổ chức một hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ thật sự hiệu quả và khoa học tạo cho việc theo dõi và giám sát các giao dịch trái phiếu sẽ được diễn ra một cách thuận lợi và tập trung. Sự phát triển của các chủ thể này là điều kiện cơ bản để xây dựng cơ sở hạ tầng cho toàn bộ thị trường giao dịch trái phiếu. Đây cũng là đầu mối áp dụng các nghiệp vụ giao dịch, hỗ trợ giao dịch hiện đại.

2.3. Điều kiện và sự phát triển các trung gian tài chính

Đây là một trong những chủ thể quan trọng của thị trường chứng khoán nói chung cũng như thị trường trái phiếu nói riêng, với vai trò của mình các tổ chức phát hành, kinh doanh và hỗ trợ cho thị trường thông qua việc tạo lập thị trường, thực hiện các nghiệp vụ như bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành, môi giới, tư vấn…. Với sự tham gia của các trung gian tài chính đã tạo động lực thúc đẩy cho thị trường trái phiếu ngày càng phát triển mạnh mẽ.

TTBD ĐBDC

2.4. Điều kiện về tổ chức định mức tín nhiệm

Tổ chức định mức tín nhiệm là đơn vị hoạt động dịch vụ chuyên đưa ra các đánh giá về độ tin cậy về khả năng thanh toán của nhà phát hành đối với các công cụ nợ dựa trên các yếu tố rủi ro có liên quan. Đây là một ý kiến quan trọng về rủi ro tín dụng, hay là một đánh giá về khả năng của tổ chức thanh toán nợ gốc và lãi đúng hạn trong suốt thời gian tồn tại của trái phiếu đó. Do vậy định mức tín nhiệm là thông tin đầu vào quan trọng của mọi quyết định giao dịch trái

phiếu của các nhà đầu tư. Ngoài ra, định mức tín nhiệm là cơ sở để xây dựng các đường cong lợi xuất chuẩn do các trái phiếu có mức rủi ro giống nhau sẽ có thể đưa vào một rổ trái phiếu chỉ định để xây dựng đường cong lợi suất chuẩn.

2.5. Điều kiện về các nhà đầu tư trái phiếu

Để thị trường trái trái phiếu hoạt động một cách có hiệu quả, cần có các chính sách, biện pháp phù hợp tạo dựng lòng tin cho các nhà đầu tư, giảm thiểu những sự bất ổn định hay những biến động xấu của thị trường. Thêm vào đó để duy trì lòng tin của các nhà đầu tư thì các trái phiếu được phát hành phải đảm bảo chất lượng và phải thực hiện một cách nghiêm chỉnh các cam kết đối với các nhà đầu tư. Ngoài các yếu tố của bản thân nhà phát hành thì sự hỗ trợ của các nhà phát hành, các tổ chức trung gian tài chính cũng có ý nghĩa quan trọng tác động đến quyết định của các nhà đầu tư khi tham gia vào thị trường trái phiếu.

2.6. Điều kiện về sự phối hợp giữa các cơ quan quản lý

Để bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư và để tạo lập một thị trường trái phiếu hoạt động có hiệu quả thì các cơ quan quản lý cần phải tập trung vào công tác quản lý và giám sát thị trường một cách chặt chẽ, ngăn chặn kịp thời những hành vi trái pháp luật làm ảnh hưởng xấu tới hoạt động của thị trường nhằm đảm bảo cho các giao dịch diễn ra minh bạch và công bằng với tất cả các đối tượng tham gia thị trường.

2.7. Điều kiện về sự phát triển của các doanh nghiệp

Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cùng với uy tín, quy mô và thương hiệu gây dựng trong quá trình phát triển là những dấu hiệu để các nhà đầu tư lựa chọn bỏ vốn của mình vào doanh nghiệp. Do vậy, sự phát triển các doanh nghiệp cùng với sự nhận thức đúng đắn trong việc xác định rõ lợi ích thông qua phát hành trái phiếu sẽ góp phần hình thành một thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển.

2.8. Điều kiện về chất lượng nguồn nhân lực

Nhân lực chất lượng cao cho ngành quản lý tài chính luôn là bài toán khó. Do vậy, nguồn nhân lực có kiến thức, kỹ năng, nghiệp vụ, tính chuyên nghiệp và đạo đức nghề nghiệp trong các lĩnh vực như: quản trị tài chính, xây dựng các chuẩn mực về tài chính - kế toán; quản trị kinh doanh ngân hàng, tư vấn, phân

TTBD ĐBDC

tích tín dụng, quản lý rủi ro, marketing và tiếp cận các dịch vụ ngân hàng, tài chính mới vững vàng sẽ là điều kiện để vận hành có hiệu quả của thị trường.

III. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU HÀN QUỐC VÀ NHỮNG KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM

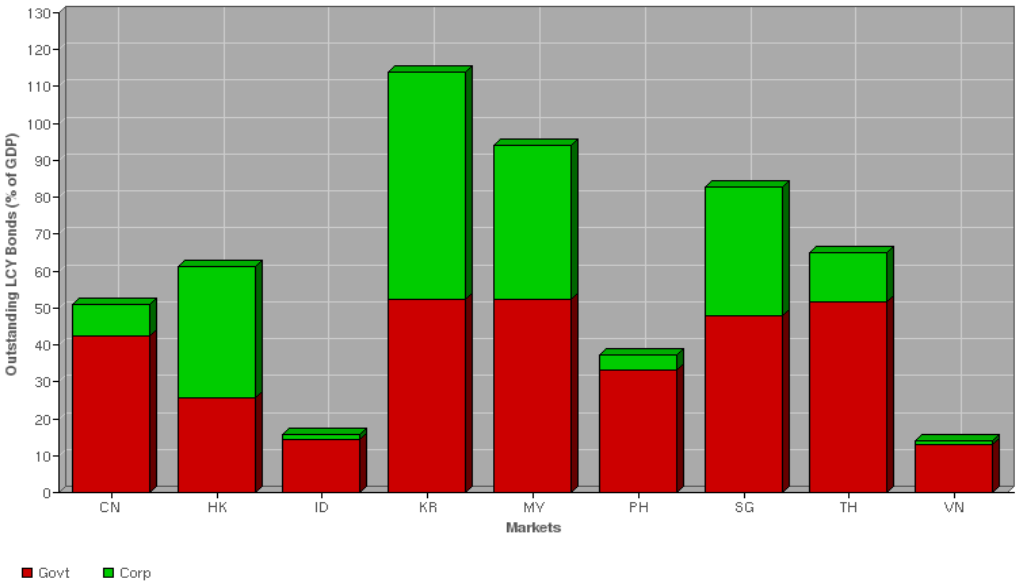
1. Khái quát về thị trường trái phiếu Hàn Quốc

Về hoàn cảnh lịch sử và điều kiện kinh tế vào thời điểm bắt đầu xây dựng thị trường trái phiếu, Việt Nam và Hàn Quốc có nhiều điểm tương đồng. Từ một nước nghèo sau chiến tranh nhưng đến nay, Hàn Quốc đã trở thành một nước công nghiệp hoá và có thị trường trái phiếu tương đối phát triển. Do vậy, trong luận án, tác giả sẽ tập trung phân tích và đưa ra những kinh nghiệm xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc, từ đó rút ra những bài học có thể vận dụng cho Việt Nam.

Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ diễn ra ở các nước Châu Á năm 1997 đã cho thấy nguyên nhân sâu xa là do trong thời gian này, các ngân hàng giữ vai trò chủ đạo đối với việc rót vốn (chủ yếu là từ nguồn vay tiết kiệm trong nước) vào đầu tư, các khoản vốn này chiếm gần 80% nợ tài chính, trong khi thị trường vốn chỉ là 20%. Theo nguyên lý chung, nhu cầu vốn trung và dài hạn hiệu quả nhất là được sử dụng bằng các khoản đầu tư trung và dài hạn của những nhà đầu tư dưới dạng cổ phiếu hay trái phiếu dài hạn. Qua cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997, nhiều nước nước Châu Á đã nhận thấy rằng nhất thiết phải xây dựng một thị trường vốn đa dạng để làm nơi tài trợ nhu cầu vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Thị trường trái phiếu đã được các nước Châu Á trong đó có Hàn Quốc tiến hành thực hiện cải cách một cách tương đối thành công.

Hiện nay thị trường trái phiếu Hàn Quốc là một trong ba thị trường lớn nhất ở châu Á cùng với Trung Quốc và Nhật Bản. Tính đến hết năm 2008, mặc dù tổng giá trị trái phiếu Hàn Quốc đang lưu hành có giảm so với năm 2007 do tình hình chung của suy giảm kinh tế thế giới nhưng cũng đạt khoảng 817 tỷ USD và đạt khoảng 110% so với GDP.

TTBD DBDC



Nguồn: AsianBondsOnline, 2009

Biểu đồ Tỷ lệ giá trị trái phiếu lưu hành năm 2008 so với GDP của Hàn Quốc và một số nước trong khu vực

2. Sự hình thành và phát triển của thị trường trái phiếu Hàn Quốc

2.1. Giai đoạn trước khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997

Vào những năm 1950, Hàn Quốc tập trung huy động vốn qua hệ thống ngân hàng, thông qua đó chuyển nguồn vốn ngắn hạn thành nguồn vốn sử dụng vào mục đích đầu tư trung và dài hạn. Để thực hiện mục tiêu phát triển kinh tế, vào cuối những năm 60, cả Chính Phủ lẫn doanh nghiệp Hàn Quốc vẫn chủ yếu dựa vào việc vay nợ nước ngoài và vay từ hệ thống ngân hàng. Hệ thống ngân hàng thời gian này đóng một vai trò vô cùng quan trọng trong việc trợ giúp cho Chính Phủ thực hiện phát triển kinh tế (lúc này Chính Phủ Hàn Quốc tập trung để phát triển ngành công nghiệp). Thị trường vốn lúc đó mới chỉ tồn tại để hỗ trợ việc huy động vốn cho bù đắp thâm hụt ngân sách tạm thời của Chính Phủ.

Trong thập niên 70 và 80 của thế kỷ XX, khi xuất hiện sự quá tải trong việc đáp ứng nguồn tài chính từ hệ thống ngân hàng. Chính Phủ Hàn Quốc nhận thấy rằng cần phải xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu đủ lớn để bù đắp những yếu kém của hệ thống ngân hàng. Hàng loại các chính sách nhằm phát triển thị trường trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp được thực hiện. Tuy nhiên, việc xác định chiến lược phát triển không đúng hướng đã làm cho thị trường phát triển một các mất cân đối và không đúng nghĩa của nó. Điều này được thể hiện như sau:

TTBD ĐBDC

Một là, Chính Phủ Hàn Quốc đã xây dựng đề án nhằm tập trung vào phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đây là trái phiếu được bảo lãnh (trong đề án này, Chính Phủ quy định các thành viên thay mặt mình tham gia bảo lãnh trái phiếu bao gồm: các quỹ bảo lãnh Chính Phủ, các ngân hàng, các tổ chức tín dụng và các công ty chứng khoán.... tạo thành hệ thống bảo lãnh trái phiếu doanh nghiệp cũng như việc thành lập hệ thống tín thác đầu tư). Việc này đã làm cho các doanh nghiệp huy động vốn một cách không có kế hoạch với lãi suất cao nhưng lại thực hiện đầu tư vào các dự án có mức sinh lợi thấp, có lúc còn bị thua lỗ. Nhìn chung từ năm 1997 trở về trước (trừ giai đoạn từ năm 1992 – 1995), TPDN được bảo đảm luôn chiếm tỷ lệ cao, có lúc tới 80% hoặc xấp xỉ 100%.

Do sự tăng trưởng kinh tế của những năm 1980, các ngân hàng và các tổ chức tài chính đã tập trung tham gia tích cực vào bảo lãnh phát hành các trái phiếu công ty, vì lúc này hoạt động kinh doanh trái phiếu bảo lãnh được coi là có rủi ro thấp và lợi nhuận cao. Trong những năm 1980, các ngân hàng đóng vai trò chính trong việc bảo lãnh trái phiếu (chiếm hơn 50%) và đến những 1990 – 1997, việc nắm giữ này lại do các quỹ của Chính Phủ và công ty bảo lãnh.

Hai là, cùng với việc tập trung phát triển TTTPDN, bằng hình thức bảo lãnh trực tiếp và gián tiếp của Chính Phủ Hàn quốc, các ngân hàng đã sử dụng nguồn vốn ngắn hạn được bảo lãnh (bao gồm vốn trong và ngoài nước) để thực hiện việc cho các doanh nghiệp vay đầu tư dài hạn, tạo sự tiềm ẩn rủi ro và bất ổn cho thị trường tài chính.

TTBD DBBC

Trong khi đó, trên thị trường trái phiếu Chính Phủ, số lượng trái phiếu Chính Phủ còn rất ít. Chính Phủ Hàn Quốc lúc này chủ trương duy trì chính sách ổn định ngân sách nhà nước và chỉ phát hành trái phiếu để phục vụ bù đắp chi tiêu ngân sách khi thật sự cần thiết nên không thực sự phát triển và không tạo động lực cho thị trường thứ cấp. Điều này được thể hiện như sau:

Thứ nhất, các trái phiếu Chính Phủ trong thời kỳ này được huy động theo hình thức "bắt buộc" dù phát hành dưới hình thức nào, nên khi phát hành không hết các trung gian tài chính phải thực hiện việc mua lại với lãi suất còn thấp hơn cả lãi suất trúng thầu.

Thứ hai, lãi suất trần trái phiếu Chính Phủ được Chính Phủ qui định thường thấp hơn lãi suất thị trường.

Thứ ba, hoạt động phát hành trái phiếu Chính Phủ được giao cho nhiều nhà phát hành, mỗi trái phiếu được đặt tên theo nhu cầu huy động vốn làm cho khối lượng các trái phiếu Chính Phủ vừa nhỏ và vừa không được chuẩn hóa.

Thứ tư, thời gian đáo hạn ngắn, thường là dưới 3 năm làm cho chi phí giao dịch bị đẩy lên cao. Giá trái phiếu do các định chế tài chính lớn quyết định. Kết quả là thị trường trái phiếu Chính Phủ hoạt động manh mún, không đảm bảo thanh khoản, chi phí giao dịch cao, không thu hút được các nhà đầu tư.

Thứ năm, kế hoạch phát hành cũng không được xây dựng một cách khoa học khiến các nhà đầu tư gặp khó khăn trong việc theo dõi, dự báo và ra quyết định đầu tư.

Với những bất cập như trên, có thể nói, thị trường trái phiếu Hàn Quốc trong giai đoạn này hoạt động không tuân thủ theo nguyên tắc của thị trường mà có sự can thiệp sâu của Chính Phủ, do đó, trái phiếu Chính Phủ nói chung và các loại trái phiếu khác không thể phát hành được mà chỉ có trái phiếu doanh nghiệp được bảo lãnh phát hành mới có đất để tồn tại và phát triển.

Do hệ thống tài chính Hàn Quốc dựa vào Chính Phủ để tăng cường khả năng chịu đựng rủi ro và chỉ chú trọng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp được bảo lãnh trong một thời gian dài cùng với việc sử dụng vốn không hiệu quả của các doanh nghiệp và việc "bật đèn xanh" để cho các nguồn vốn ngắn hạn đổ vào hệ thống ngân hàng rồi chuyển sang tài trợ các mục tiêu dài hạn mà không xây dựng bất kỳ một hệ thống quản trị rủi ro nào, đã làm rủi ro của các dự án (đặc biệt là của DN công nghiệp) chuyển qua hệ thống tài chính. Do vậy, khi cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 xảy ra xuất phát từ Thái Lan và lan rộng ra các nước Châu Á trong đó có Hàn Quốc, đã làm dòng vốn ngắn hạn nước ngoài ào ạt rút ra khỏi Hàn Quốc, tạo ra sự sụp đổ nhanh chóng của các tổ chức tài chính, các ngân hàng và sự phá sản của các doanh nghiệp, đối tượng xưa nay vốn chỉ quen sử dụng vốn ngắn hạn vào mục đích dài hạn.

TTBD ĐBDC

2.2. Giai đoạn sau khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997

Rút kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng, Chính Phủ Hàn Quốc đã có sự thay đổi trong chiến lược phát triển thị trường trái phiếu (đặc biệt là vấn đề phát hành trái phiếu Chính Phủ). Trong giai đoạn đầu (1998 – 1999), Chính Phủ Hàn Quốc tập trung cải cách thị trường TPCP, thực hiện tăng cường phát hành loại trái phiếu này để huy động nguồn vốn nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách và tài trợ

vốn cho khôi phục kinh tế. Lãi suất phát hành đã dần dần theo sát với lãi thị trường. Trong giai đoạn tiếp theo cho đến nay, Hàn Quốc đã thực hiện chính sách phát triển một cách đồng bộ cả thị trường trái phiếu Chính Phủ và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN chủ yếu dó các doanh nghiệp công nghiệp và doanh nghiệp phát triển cơ sở hạ tầng phát hành). Do vậy, từ năm 2000 đến nay, giá trị trái phiếu doanh nghiệp không ngừng tăng lên và tỷ lệ TPCP, TPDN luôn đạt ở mức cao so với GDP và có xu hướng ngang bằng nhau. Tính đến tháng tháng 12/2008 giá trị trái phiếu lưu hành trên thị trường là khoảng 817 tỷ USD (trong đó trái phiếu Chính Phủ là 368,6 tỷ USD và trái phiếu doanh nghiệp là 448,24 tỷ USD).

Tuy nhiên, để có một thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển như hiện nay là không hề đơn giản. Mặc dù đã tập trung phát triển thị trường nhưng trong thời gian từ 1997 – 1998, khi thị trường trái phiếu chưa đồng bộ nên dù khối lượng trái phiếu Chính Phủ đã tăng lên nhưng chi phí phát hành và các chí phí liên quan cũng không ngừng tăng theo, điều này làm cho hiệu quả huy động vốn bị giảm đi đáng kể. Trước tình đó, Hàn Quốc đã thực hiện một số biện pháp để có thể giải quyết được những nhược điểm, nhằm đưa thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển một cách bền vững:

Thứ nhất, Hàn Quốc thực hiện thành lập thị trường trái phiếu Chính Phủ chuyên biệt (năm 1999), tạo điều kiện cho các nhà đầu tư thực hiện những hoạt động giao dịch trái phiếu Chính Phủ lô lớn. Điều này chính là một tiền đề thuận lợi để tạo ra một thị trường trái phiếu chuyên biệt sau này (hiện tại các giao dịch trái phiếu doanh nghiệp cũng đã thực hiện tại đây). Thị trường trái phiếu Chính Phủ thứ cấp của Hàn Quốc được chia thành hai loại: thị trường tập trung gọi là Sở Giao dịch Chứng khoán Hàn Quốc (Korea Exchange - KRX) và thị trường phi tập trung - OTC do Hiệp hội các Nhà kinh doanh Chứng khoán (Korea Securities Dealers Association - KSDA) quản lý và điều hành mọi hoạt động giao dịch. Các trái phiếu niêm yết được giao dịch trên KRX. Thị trường OTC lại cho phép giao dịch tất cả các loại trái phiếu niêm yết và trái phiếu không niêm yết.

Các hoạt động của thị trường trái phiếu Chính Phủ Hàn Quốc dựa trên hệ thống giao dịch điện tử hiện đại (Korea Trading System - KTS). Việc sử dụng hệ thống giao dịch điện tử đồng nhất ở cả thị trường tập trung và phi tập trung đã tạo cho thị trường sự minh bạch về thông tin, tạo tính bảo mật cao, giảm bớt

TTBD ĐBDC

thời gian giao dịch, giảm chi phí giao dịch…. và từ đó nâng cao được hiệu quả của thị trường giao dịch trái phiếu Chính Phủ Hàn Quốc.

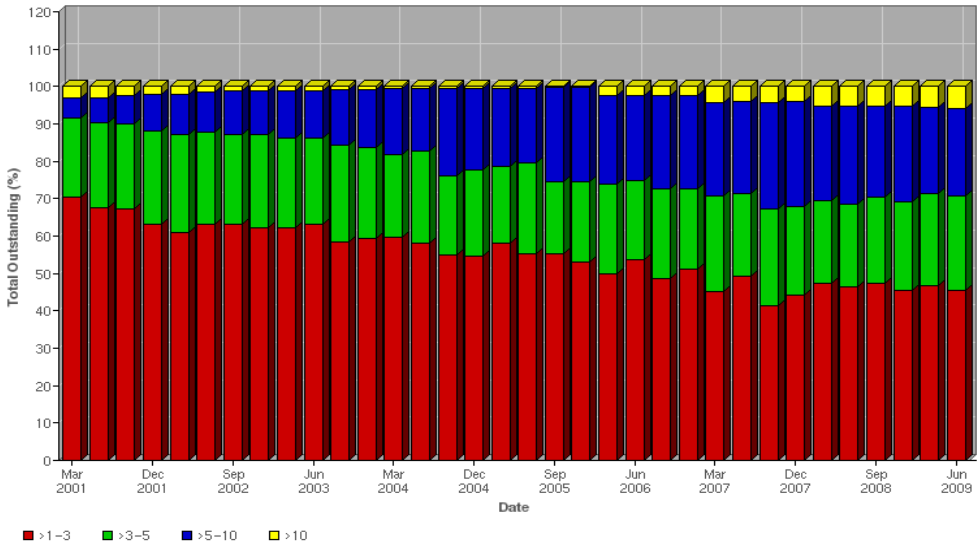
Thứ hai, để đảm bảo thị trường trái phiếu Chính Phủ tập trung hoạt động một cách hiệu quả và đúng với vai trò chủ chốt của mình, là nơi phản ảnh đúng thực trạng cung cầu về vốn của thị trường, Chính Phủ Hàn Quốc đã ban hành các quy định giao dịch bắt buộc trên thị trường TPCP tập trung đối với các nhà đầu tư giao dịch chính thức của thị trường (trong giai đoạn đầu từ năm 1999 đến 2003 giá trị giao dịch TPCP luôn chiếm tỷ trọng từ 80 – 90% trên thị trường OTC). Theo đó, quy định này bắt buộc các nhà đầu tư có đăng ký hoạt động chính thức trên thị trường TPCP tập trung phải thực hiện việc giao dịch mua bán với tối thiểu là 20% tổng giá trị trái phiếu được niêm yết. Với chính sách này, không những giá trị giao dịch trên thị trường TPCP tập trung được cải thiện mà nó còn thu hút được các nhà đầu tư không chính thức tham gia vào thị trường và với tính minh bạch thông tin, nó cũng đã góp phần làm sôi động thị trường OTC. Tính từ năm 2004 đến nay giá trị giao dịch trên thị trường TPCP tập trung luôn tăng lên và chiếm tỷ trọng từ 35% – 45% giá trị thị trường giao dịch.

Thị trường trái phiếu Chính Phủ được phát triển để xác định lãi suất tham chiếu cho toàn bộ thị trường. Hàng loạt các biện pháp được triển khai để đơn giản hóa hệ thống trái phiếu Chính Phủ. Trái phiếu Chính Phủ chủ yếu là 3, 5, 10 và 20 năm được phát hành và giao dịch với khối lượng lớn. Hiện tại, lãi suất trái phiếu Chính Phủ loại 3 năm đang được xem là căn cứ để xác định lãi suất chuẩn cho toàn thị trường. Hình thức chủ yếu của trái phiếu Chính Phủ là dạng coupon với phương thức trả lãi định kỳ 6 tháng. Trái phiếu này được phát hành theo phương thức đấu giá theo lãi suất theo kiểu Hà Lan. Cơ chế phát hành theo tỷ giá định trước được xóa bỏ thay thế bằng một cơ chế xác định giá theo cung cầu thị trường. Hệ thống đấu giá điện tử được thiết lập. Các trung gian tài chính hoạt động trên thị trường sơ cấp (primary dealers) được độc quyền bảo lãnh trái phiếu Chính Phủ phát hành lần đầu. Trên thị trường sơ cấp các nhà kinh doanh sơ cấp này đóng vai trò của nhà tạo lập thị trường (market makers).

Việc phát hành trái phiếu Chính Phủ được thực hiện định kỳ với lịch biểu cụ thể và công khai. Trái phiếu Chính Phủ kỳ hạn 3 năm được phát hành vào ngày 10 tháng 6 và ngày 10 tháng 12 hàng năm, trong khi đó, trái phiếu kỳ hạn 5 năm được phát hành cố định vào ngày 10 tháng 3 và ngày 10 tháng 9 hàng năm. Đối với trái phiếu có kỳ hạn lớn, tần suất phát hành là hàng năm, trong đó, loại

TTBD ĐBDC

10 năm phát hành vào ngày 10 tháng 9, còn loại 20 năm phát hành vào ngày 10 tháng 3 hàng năm. Các thông tin về kế hoạch đấu thầu được thông báo công khai trên website của Bộ Tài chính vào cuối mỗi năm và mỗi tháng phát hành. Chỉ các nhà tạo lập thị trường được cấp phép của Bộ Tài chính mới được phép tham gia đấu thầu. Các nhà kinh doanh trái phiếu khác tham gia đấu thầu không cạnh tranh thông qua các nhà tạo lập thị trường.



Nguồn: AsianBondsOnline, 2009

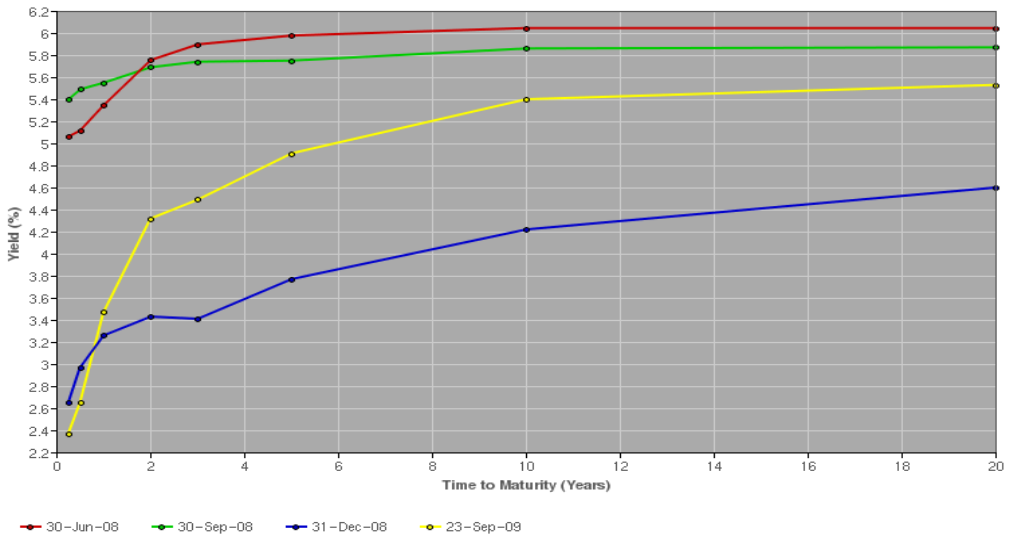
Biểu đồ 1.6. Cơ cấu TPCP của Hàn Quốc theo kỳ hạn (%).

Các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán có đủ điều kiện có thể xin cấp phép để trở thành nhà tạo lập thị trường trái phiếu. Bên cạnh đó, các tổ chức này phải trải qua thời kỳ dự bị tạo lập thị trường 1 năm trước khi trở thành nhà tạo lập thị trường chính thức.

TTBD DBDC

Hiện tại, Hàn Quốc có hơn 90 ngân hàng, công ty bảo hiểm và công ty chứng khoán trong nước đã tham gia thị trường trái phiếu với với tư cách là nhà đầu tư trong đó có trên 20 nhà tạo lập thị trường trái phiếu Chính Phủ (bao gồm các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán). Các tổ chức này được đặc quyền tham gia thị trường đấu thầu; được hỗ trợ thanh toán với lãi suất ưu đãi qua nghiệp vụ repos; là đối tác tư vấn của Kho bạc Nhà nước, song có nghĩa vụ đặt giá hai chiều phục vụ giao dịch trái phiếu và định kỳ cung cấp thông tin cho Bộ Tài chính về khối lượng nắm giữ và khối lượng giao dịch. Bên cạnh đó, các tổ chức này còn có các nghĩa vụ như: phải thực hiện bảo lãnh phát hành tối thiểu 5% cho 6 tháng; bắt buộc giao dịch trái phiếu chuẩn tại KTS, hệ thống

giao dịch điện tử giữa các nhà tạo lập thị trường và các nhà kinh doanh trái phiếu; giá trị giao dịch tối thiểu 5% giá trị giao dịch thị trường trong 6 tháng.



Nguồn: AsianBondsOnline, 2009

Biểu đồ 1.7. Lãi suất chuẩn trái phiếu Hàn Quốc năm 2008

Sự phát triển của thị trường trái phiếu Chính Phủ Hàn Quốc đã tạo đà hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp ngày càng lớn mạnh. Hiện tại thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã biến đổi căn bản về chất với nhiều chủng loại hàng hóa được giới thiệu vào thị trường.

Sự phục hồi và phát triển mạnh mẽ của các công ty ở Hàn Quốc sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997, đã làm nhu cầu về vốn dài hạn của các doanh nghiệp tăng cao. Tuy nhiên, về hình thức trái phiếu đã được thay đổi. Số lượng trái phiếu DN được bảo đảm đã giảm xuống rất nhanh (năm 1997 chiếm khoảng 85% thì đến 2004 chỉ còn 0,6% và năm 2008 là 0.1%), thay vào đó là là các trái phiếu không có đảm bảo (năm 1997 là 15% và năm 2004 là 99,6% và 2008 là 99,9%).

Các trái phiếu này có thời hạn từ 3 - 5 năm. Danh mục các doanh nghiệp thời kỳ này bao gồm: trái phiếu có bảo đảm và không có bảo đảm; trái phiếu doanh nghiệp có thế chấp; trái phiếu ngắn và dài hạn; trái phiếu có lãi suất cố định và thả nổi; trái phiếu có đặc quyền. Việc thực hiện thay đổi hình thức trái phiếu đã giúp cho các doanh nghiệp Hàn Quốc thu hút được lượng vốn để phát triển kinh doanh.

TTBD DBDC

Hoạt động giao dịch trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc cũng giống như TPCP được thực hiện cả trên thị trường tập trung và OTC.

Theo các báo cáo mới đây nhất trong năm 2008, để giúp cho thị trường trái phiếu đứng vững cũng như hỗ trợ cho các công ty vượt qua khủng hoảng kinh tế, Chính Phủ Hàn Quốc đã đổ vào thị trường trái phiếu công ty thông qua Quỹ ổn định thị trường trái phiếu và thông qua Công ty quản lý tài sản của Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc khoảng 3 tỷ USD vào thị trường. Dự kiến trong năm 2009 sẽ thêm khoảng 4 tỷ USD nữa. Điều này cho thấy Chính Phủ rất quan tâm tới sự phát triển của thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng.

Các nhà đầu tư chủ yếu vào TPDN Hàn Quốc trong thời gian gần được sắp xếp theo thứ tự từ cao đến thấp bao gồm: Các công ty chứng khoán (23%); Các Ngân hàng (16%); Các công ty tín thác đầu tư (14%); Các công ty bảo hiểm (12%); Quỹ hưu trí (5%); Các tổ chức khác và cá nhân (30%).

Bên cạnh việc phát triển thị trường trái phiếu, hàng loạt các hoạt động hỗ trợ cho thị trường phát triển cũng được thực hiện. Cụ thể là:

Thứ nhất, mặc dù đã có các tổ chức định mức tín nhiệm được thành lập trước năm 1997, tuy nhiên hoạt động của các tổ chức này là hết sức mờ nhạt. Phải cho đến sau năm 1997, khi cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra, Hàn Quốc mới xác định được tầm quan trong của hệ thống định mức tín nhiệm đối với việc phát triển thị trường trái phiếu. Chính từ nhận thức đó, cùng với việc cải tổ các tổ chức định mức trong nước, để nâng cao tiêu chuẩn định mức tín nhiệm theo tiêu chuẩn quốc tế, tháng 08/1998, tổ chức Định mức Tín nhiệm Dịch vụ cho các Nhà đầu tư Hàn Quốc (Korea Investors Service - KIS) được thành lập năm 1985 đã liên doanh với Moody's Investors Service để có thể đánh giá một cách chính xác và khách quan hệ số tín nhiệm với các loại trái phiếu Hàn Quốc.

TTBD ĐBDC

Thứ hai, đưa các số chỉ số mới của thị trường trái phiếu (Chỉ số khảo sát thị trường trái phiếu (Bond Market Survey Index - BMSI), chỉ số tập trung thị trường HHI (Herfindahl Hirschman Index), và chỉ số rủi ro tín dụng thị trường (MCRI)) để giúp các nhà đầu tư có thể dự báo biến động của thị trường và rủi ro tín dụng do Hiệp hội các Nhà kinh doanh Chứng khoán (KSDA) xây dựng.

3. Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Những kinh nghiệm của thị trường Hàn Quốc rất hữu ích trong việc tham khảo để Việt Nam xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu, cụ thể là:

- Một là Chính Phủ Hàn Quốc đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu, đặc biệt là trong việc thay đổi nhận thức về định hướng phát triển thị trường trái phiếu; Thực hiện tốt việc quản lý, điều tiết cũng như giám sát và hỗ trợ thị trường

- Hai là xây dựng đồng bộ các thị trường trái phiếu, từ thị trường phát hành đến thị trường giao dịch, từ thị trường giao ngay đến thị trường kỳ hạn. Các yếu tố của thị trường như hệ thống thanh toán, lưu ký, hệ thống công bố thông tin được đầu tư phát triển thỏa đáng. Việc xác định đúng mô hình phát triển thị trường sẽ đảm bảo cho phát triển thị trường trái phiếu theo đúng mục tiêu mong muốn.

- Ba là lựa chọn thị trường trái phiếu Chính Phủ như là điểm nhấn, có vai trò tạo đột phá cho sự phát triển của thị trường trái phiếu. Với thị trường trái phiếu doanh nghiệp, nhấn mạnh đến thị trường trái phiếu của các trung gian tài chính.

- Bốn là phát triển các tổ chức định mức tín dụng để giúp các nhà đầu tư xác định mức độ rủi ro của từng loại trái phiếu từ đó đưa ra quyết định đầu tư của mình.

- Năm là coi trọng sự tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức, đặc biệt là các trung gian tài chính nhằm hình thành và phát triển các nhà tạo lập thị trường.

- Sáu là xây dựng thị trường hiện đại với việc đầu tư cơ sở vật chất kỹ thuật tiên tiến đủ mạnh cho sự vận hành và phát triển thị trường.

- Bảy là xây dựng hệ thống chỉ số giám sát thị trường, tạo cơ sở thuận lợi để các nhà đầu tư theo dõi diễn biến và quyết định điều chỉnh danh mục đầu tư của mình

- Tám là thực hiện việc minh bạch hoá thị trường, ổn định nền kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát…

TTBD DBDC