

TỔNG QUAN VỀ TRÁI PHIẾU VÀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

I. Trái phiếu

1. Khái niệm, đặc điểm trái phiếu

1.1. Khái niệm

Trái phiếu thể hiện mối quan hệ kinh tế giữa người đi vay và người cho vay, giữa họ có mối liên hệ qua lại lẫn nhau thông qua vận động giá trị vốn và nó không chỉ đơn thuần là một hình thức vận động về tiền tệ mà còn là mối quan hệ về xã hội (như mối quan hệ về lòng tin). Có nhiều loại trái phiếu như trái phiếu công ty, trái phiếu của các tổ chức tín dụng, trái phiếu Chính Phủ.... Trái phiếu cũng chính là một loại chứng khoán bởi nó có thể được giao dịch, mua bán trên thị trường chứng khoán. Dù trong điều kiện nào, người sở hữu trái phiếu cũng đều có quyền hưởng đủ các khoản thanh toán lãi và hoàn trả gốc khi đáo hạn như đã cam kết. Có rất nhiều khái niệm về trái phiếu như:

Theo Bách khoa toàn thư mở Wikipedia: “Trái phiếu là một chứng nhận nghĩa vụ nợ của người phát hành phải trả cho người sở hữu trái phiếu đối với một khoản tiền cụ thể (mệnh giá của trái phiếu), trong một thời gian xác định và với một lợi tức quy định. Người phát hành có thể là Chính Phủ, chính quyền địa phương hay doanh nghiệp. Người mua trái phiếu, hay trái chủ, có thể là cá nhân, doanh nghiệp hoặc Chính Phủ. Tên của trái chủ có thể được ghi trên trái phiếu (trường hợp này gọi là trái phiếu ghi danh) hoặc không được ghi (trái phiếu vô danh)”.

Tác giả Bùi Nguyên Hoàn định nghĩa: “Trái phiếu là một chứng khoán nợ, người nắm giữ trái phiếu là chủ nợ của đơn vị phát hành”.

Giáo trình Thị trường chứng khoán của trường ĐH Kinh tế Quốc dân cho rằng: “trái phiếu là một loại chứng khoán qui định nghĩa vụ của người phát hành (người đi vay) phải trả cho người đứng tên sở hữu chứng khoán (người cho vay) một khoản tiền nhất định bao gồm cả gốc và lãi trong những khoảng thời gian cụ thể”.

Theo Luật Chứng khoán xác định: “trái phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành”.

Như vậy có thể hiểu rằng trái phiếu là một loại chứng khoán nợ, quy định nghĩa vụ của người phát hành (người vay tiền) phải trả cho người nắm giữ (người cho vay) một khoản tiền lãi được xác định tại một thời gian cụ thể trong tương lai và hoàn trả phần gốc vay ban đầu khi đến hạn.

1.2. Đặc điểm trái phiếu

Cho dù trái phiếu được phân thành nhiều loại khác nhau nhưng chúng đều có đặc điểm chung là:

Thứ nhất, trái phiếu là công cụ nợ, mà nhà phát hành đi vay theo phương thức có hoàn trả cả gốc lẫn lãi. Người cho vay sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào về kết quả hoạt động sử dụng vốn của người vay, và trong mọi trường hợp, nhà phát hành phải có trách nhiệm hoàn trả cho trái chủ theo các cam kết đã được xác định trong hợp đồng vay.

Thứ hai, trường hợp chủ thể phát hành trái phiếu bị phá sản hoặc giải thể, chủ sở hữu trái phiếu được ưu tiên trong quá trình thanh lý tài sản so với các cổ đông của công ty. Do chủ thể phát hành bị ràng buộc bởi nghĩa vụ thanh toán nên trái phiếu có độ an toàn cao, tính thanh khoản lớn và thường do các trung gian tài chính, đặc biệt là các ngân hàng thương mại nắm giữ.

Thứ ba, trái phiếu là công cụ đầu tư. Nhà đầu tư được hưởng lợi tức từ tiền lãi mà trái chủ phải thanh toán trong suốt kỳ hạn của trái phiếu và các quyền lợi khác nếu có. Lợi tức của trái phiếu được xem là chi phí đối với chủ thể phát hành, do vậy nếu là doanh nghiệp phát hành trái phiếu được hưởng lợi do tiết kiệm thuế.

Thứ tư, là một loại công cụ nợ nên trái phiếu có: Tính sinh lời (trái phiếu là chứng chỉ vay nợ của Chính Phủ và doanh nghiệp, do vậy, khi đầu tư vào trái phiếu đồng nghĩa với việc nhà đầu tư sẽ thu lại được một khoản lợi tức kỳ vọng trong tương lai); Tính rủi ro (mức độ rủi ro cao hay thấp hoàn toàn phụ thuộc vào tính chất, đặc thù của từng loại trái phiếu. Khi nền kinh tế có những biến động về lạm phát, lãi suất, tỷ giá... sẽ có những ảnh hưởng không nhỏ đến việc đầu tư vào trái phiếu); Tính thanh khoản (đó chính là khả năng chuyển đổi trái phiếu thành tiền mặt, mỗi một loại trái phiếu có khả năng thanh khoản khác nhau: TPCP thông thường có tính thanh khoản cao hơn so với các loại trái phiếu khác).

1.3. Hình thức trái phiếu

Trái phiếu có thể được phát hành dưới dạng chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử. Đối với hình thức chứng chỉ, Bộ Tài chính sẽ quy định nội dung để tổ chức phát hành in và phân phối cho các tổ chức trúng thầu; Đối với hình thức bút toán ghi sổ sẽ do Trung tâm Giao dịch chứng khoán (Sở Giao dịch chứng khoán) và các tổ chức lưu ký ghi và quản lý sổ sách. Tuy nhiên dù là loại trái phiếu nào thì các nội dung được thể hiện trên trái phiếu có những thông tin sau:

- Mệnh giá: Là số tiền ghi trên trái phiếu mà tổ chức phát hành cam kết sẽ trả cho người sở hữu trái phiếu vào ngày đáo hạn và nó được xem như là số nợ gốc ghi trên tờ trái phiếu.

- Ngày đến hạn: Là ngày tổ chức phát hành phải thanh toán số tiền theo mệnh giá ghi trên trái phiếu cho chủ sở hữu.

- Kỳ hạn của trái phiếu: Là khoảng thời gian từ thời điểm phát hành đến ngày đến hạn phải thanh toán trái phiếu của tổ chức phát hành. Hiện nay việc phân chia trái phiếu phổ biến là trung hạn từ 1 đến 10 năm và dài hạn là trên 10 năm. Kỳ hạn của trái phiếu có ý nghĩa vô cùng quan trọng vì lợi tức trái phiếu phụ thuộc nhiều vào thời hạn của nó.

- Lãi suất: trong từng loại trái phiếu đều có ghi lãi suất của người phát hành cam kết thực hiện trả cho người sở hữu một số tiền lãi vào một ngày được xác định cụ thể. Lãi suất của trái phiếu là tỷ lệ phần trăm giữa tiền lãi với tiền gốc của trái phiếu trong khoảng thời gian nhất định (thường được xác định là 01 năm).

Lãi suất là một trong những yếu tố cơ bản nhất của trái phiếu, có ảnh hưởng rất lớn đến giá trái phiếu, lợi tức của trái phiếu và được xác định dưới nhiều hình thức tạo nên sự phong phú của trái phiếu như lãi suất coupon, lãi suất chiết khấu, lãi đơn, lãi gộp... Lãi suất của trái phiếu tùy thuộc vào các yếu tố như thời hạn, khả năng thanh khoản, lạm phát và tình hình thị trường.

- Giá thực tế của trái phiếu (giá mua): là khoản tiền thực tế mà người mua bỏ ra để được quyền sở hữu trái phiếu. Giá mua có thể ngang giá, ví dụ trái phiếu có giá 100 nghĩa là bằng 100% mệnh giá; cũng có thể là giá cao hơn hoặc thấp hơn mệnh giá ghi trên trái phiếu (giá trái phiếu thấp hơn mệnh giá (ví dụ như 90) được gọi là giá chiết khấu; giá cao hơn mệnh giá (chẳng hạn như 110) thì gọi là giá gia tăng).

Dù dưới hình thức nào đi chăng nữa, tiền lãi luôn được xác định dựa trên mệnh giá ghi trên trái phiếu và đến thời hạn thanh toán, người sở hữu đều được thanh toán theo đúng các thông số ghi trên trái phiếu.

2. Phân loại trái phiếu

Việc phân loại này có ý nghĩa quan trọng trong việc quản lý, phát hành trái phiếu và đặc biệt là phân định rõ trong việc huy động vốn thông qua thị trường vốn để đảm bảo việc sử dụng vốn của Chính Phủ và của doanh nghiệp đúng kế hoạch và đúng mục đích. Dưới đây là một số cách phân loại điển hình:

Một là, phân loại theo chủ thể phát hành. Đây là hình thức quan trọng để có thể phân biệt được chủ thể phát hành, mục đích phát hành và các cách thức phát hành của

các loại trái phiếu. Việc tìm hiểu các cách phân loại này sẽ là cơ sở để có thể đánh giá thực trạng sự phát triển của thị trường trái phiếu. Với cách phân loại này, chủ thể phát hành bao gồm Chính Phủ, chính quyền địa phương và doanh nghiệp.

2.1. Trái phiếu Chính Phủ

Trái phiếu Chính Phủ là một loại chứng khoán nợ, do Chính Phủ phát hành, có thời hạn, có mệnh giá, có lãi, xác nhận nghĩa vụ trả nợ của Chính Phủ đối với người sở hữu trái phiếu. Trái phiếu Chính Phủ bao gồm: trái phiếu Kho bạc; trái phiếu công trình trung ương; trái phiếu đầu tư; Trái phiếu ngoại tệ; Công trái xây dựng Tổ quốc. Dưới đây là nội dung cơ bản của các loại trái phiếu đó:

- Trái phiếu Kho bạc là loại trái phiếu Chính Phủ có kỳ hạn từ 01 năm trở lên, do Kho bạc Nhà nước phát hành để huy động vốn bù đắp thiếu hụt Ngân sách Nhà nước theo dự toán hàng năm đã được Quốc hội quyết định.

- Trái phiếu công trình trung ương là loại trái phiếu Chính Phủ có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do Kho bạc Nhà nước phát hành, nhằm huy động vốn theo quyết định của Thủ tướng Chính Phủ, cho các dự án thuộc nguồn vốn đầu tư của ngân sách trung ương, đã ghi trong kế hoạch nhưng chưa được bố trí vốn ngân sách trong năm.

- Trái phiếu đầu tư là loại trái phiếu Chính Phủ, có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do các tổ chức tài chính nhà nước, các tổ chức tài chính, tín dụng được Thủ tướng Chính Phủ chỉ định phát hành nhằm huy động vốn để đầu tư theo chính sách của Chính Phủ.

- Trái phiếu ngoại tệ là loại trái phiếu được phát hành bằng đồng tiền nước ngoài, thường là các ngoại tệ mạnh, có kỳ hạn từ 1 năm trở lên do Bộ Tài chính phát hành cho các mục tiêu theo chỉ định của Thủ tướng Chính Phủ.

- Công trái xây dựng Tổ quốc là loại trái phiếu do Chính Phủ phát hành nhằm huy động nguồn vốn trong nhân dân để đầu tư xây dựng những công trình quan trọng quốc gia và các công trình thiết yếu khác phục vụ sản xuất, đời sống, tạo cơ sở vật chất, kỹ thuật cho đất nước.

2. 2. Trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh

- Trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh là loại chứng khoán nợ do doanh nghiệp phát hành, được Chính Phủ cam kết trước các nhà đầu tư về việc thanh toán đúng hạn của tổ chức phát hành. Trường hợp tổ chức phát hành không thực hiện được nghĩa vụ thanh toán (gốc, lãi) khi đến hạn Chính Phủ sẽ chịu trách nhiệm trả nợ thay tổ chức phát hành. Trái phiếu có kỳ hạn từ 01 năm trở lên, do các doanh nghiệp phát hành nhằm huy động vốn cho các dự án đầu tư theo chỉ định của Thủ tướng Chính Phủ.

b, Trái phiếu chính quyền địa phương (trái phiếu đô thị)

Trái phiếu Chính quyền địa phương là một loại chứng khoán nợ, do Ủy ban nhân dân cấp tỉnh phát hành, có thời hạn, có mệnh giá, có lãi, xác nhận nghĩa vụ trả nợ của Ủy ban nhân dân cấp tỉnh đối với người sở hữu trái phiếu.

- Trái phiếu chính quyền địa phương là loại trái phiếu đầu tư có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do Ủy ban nhân dân cấp tỉnh ủy quyền cho Kho bạc Nhà nước hoặc tổ chức tài chính, tín dụng trên địa bàn phát hành.

Như vậy, các loại trái phiếu trên có thể hiểu rằng đều là khoản nợ Chính phủ (hay còn gọi là nợ công), người chịu trách nhiệm cuối cùng để thanh toán các khoản nợ trong trường hợp rủi ro xảy ra là Chính Phủ. Do vậy, những loại trái phiếu này tuy có mức độ rủi ro khác nhau nhưng nhìn chung là thấp.

2. 3. Trái phiếu doanh nghiệp

- Trái phiếu doanh nghiệp là một loại chứng khoán nợ được doanh nghiệp phát hành, xác nhận nghĩa vụ trả cả gốc và lãi đối với người sở hữu trái phiếu. Như vậy, trái phiếu doanh nghiệp là loại trái phiếu được phát hành bởi các doanh nghiệp (có đủ điều kiện theo qui định của pháp luật) nhằm huy động vốn với mục đích đầu tư phát triển và mở rộng sản xuất kinh doanh. Trái phiếu doanh nghiệp là khoản vay mà các doanh nghiệp thực hiện khi không muốn vay ngân hàng hoặc không muốn phát hành cổ phiếu do chiến lược quản lý vốn của doanh nghiệp. Trái phiếu doanh nghiệp có tính ổn định và rủi ro ít hơn so với cổ phiếu. Về cơ bản trái phiếu doanh nghiệp bao gồm những loại sau:

- Trái phiếu có lãi suất cố định (Straight Bonds): là loại trái phiếu truyền thống với đặc điểm trả lãi suất định kỳ 6 tháng hoặc 1 năm một lần trong suốt thời gian lưu hành trái phiếu. Vốn gốc trái phiếu được thanh toán đến khi đáo hạn.

- Trái phiếu có lãi suất thả nổi (Floating Rate Bonds): là loại trái phiếu có lãi suất được điều chỉnh tùy theo sự thay đổi của lãi suất thị trường. Điều này đảm bảo được quyền lợi của nhà đầu tư cũng như doanh nghiệp trong điều kiện nền kinh tế không ổn định. Thông thường, lãi suất trái phiếu được điều chỉnh 6 tháng một lần hoặc hàng quý theo lãi suất thị trường.

- Trái phiếu có thể mua lại trước hạn (Callable Bonds): là loại trái phiếu mà doanh nghiệp phát hành kèm với điều khoản cho phép được quyền mua lại trước thời hạn. Giá mua lại thường được doanh nghiệp trả cao hơn mệnh giá.

- Trái phiếu chiết khấu (Zero Coupon Bonds): là loại trái phiếu không thực hiện trả lãi định kỳ mà được trả lãi ngay sau khi phát hành và được khấu trừ vào vốn (trái

phiếu được bán thấp hơn mệnh giá gọi là giá chiết khấu). Đến thời gian đáo hạn, nhà đầu tư được hoàn lại đúng bằng mệnh giá của trái phiếu.

- Trái phiếu thu nhập (Income Bonds): là trái phiếu mà việc thanh toán lãi phụ thuộc vào kết quả kinh doanh và lợi nhuận của doanh nghiệp. Đây là loại trái phiếu không cam kết trả lãi do vậy chúng thường được bán với một mức giá chiết khấu cao (thấp hơn so với mệnh giá).

- Trái phiếu đảm bảo (Mortgage Bonds): là loại trái phiếu được đảm bảo bằng những tài sản thế chấp cụ thể, thường là bất động sản và các thiết bị. Người nắm giữ trái phiếu này được bảo vệ ở một mức độ cao trong trường hợp doanh nghiệp không có khả năng trả nợ do bị phá sản vì họ có quyền trên tài sản thế chấp. Tùy theo hình thức trái phiếu đảm bảo được chia thành: trái phiếu có tài sản cầm cố và trái phiếu có tài sản thế chấp

- Trái phiếu không bảo đảm (Debenture bonds): Trái phiếu không có bảo đảm là loại trái phiếu không được bảo đảm thanh toán toàn bộ hoặc một phần gốc, lãi bằng tài sản của tổ chức phát hành hoặc bên thứ ba hoặc bảo lãnh thanh toán của tổ chức tài chính tín dụng, là loại trái phiếu thường do các doanh nghiệp lớn, có tiềm lực kinh tế mạnh, có danh tiếng, sử dụng uy tín của mình để phát hành mà không đưa ra bất kỳ một tài sản đảm bảo nào. Trong trường hợp bị phá sản các trái phiếu loại này được thanh toán sau trái phiếu có đảm bảo và trước các cổ phiếu.

- Trái phiếu kèm chứng quyền (Bond with warrant): là loại trái phiếu đang được thường xuyên sử dụng hiện nay, loại trái phiếu này cho phép người mua có quyền được mua kèm một số lượng cổ phiếu nhất định với mức giá và thời gian đã được xác định từ trước. Giống như trái phiếu chuyển đổi, việc xác định quyền này đã được quy định từ trước.

- Trái phiếu quốc tế (Foreign bonds): là loại trái phiếu phát hành và giao dịch ở nước ngoài bằng đồng ngoại tệ. Những nhà đầu tư khi mua trái phiếu này phải tính toán được sự biến động của tỷ giá với lãi suất.

- Trái phiếu có thể chuyển đổi (Convertible Bonds): là loại trái phiếu có thể chuyển đổi (tương tự như cổ phiếu ưu đãi đổi sang thành cổ phiếu thường) với tỷ lệ và giá cổ phiếu được xác định trước. Nhiều doanh nghiệp sử dụng hình thức này vì nó tạo sự hấp dẫn cho các nhà đầu tư. Có thể nói, đây là loại trái phiếu được ưa chuộng vì khi giá cổ phiếu lên cao, người nắm giữ loại trái phiếu này sẽ thực hiện chuyển đổi và hưởng chênh lệch giá. Loại trái phiếu này cũng được gọi là chứng khoán lai ghép vì nó có tính chất của 2 loại chứng nợ và chứng khoán cổ phần.

Cũng giống như bất kỳ các loại trái phiếu khác, trái phiếu doanh nghiệp thường có 2 loại ghi danh và vô danh.

Hai là, phân loại theo hình thức sử dụng vốn. Theo cách phân loại này trái phiếu bao gồm:

- Trái phiếu Chính Phủ được phân thành: trái phiếu Kho bạc gắn với việc thực hiện chính sách tài khoá; trái phiếu đầu tư gắn với việc đầu tư phát triển và chi cho các công trình cụ thể.

- Trái phiếu được Chính Phủ bảo lãnh để huy động vốn cho các công trình theo chỉ định của Thủ tướng Chính Phủ

- Trái phiếu đô thị huy động vốn cho các dự án, công trình thuộc nguồn vốn đầu tư của ngân sách địa phương, đã ghi trong kế hoạch nhưng chưa được bố trí vốn ngân sách trong năm.

- Trái phiếu doanh nghiệp được phát hành để phục vụ cho việc đầu tư phát triển sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Ba là, phân loại theo cách tính lãi. Theo cách phân chia này, trái phiếu bao gồm: trái phiếu có lãi suất cố định (lãi suất của trái phiếu không thay đổi và được xác định ngay tại thời điểm phát hành, có thể trả một lần khi đến hạn, trả định kỳ hoặc trả trước); trái phiếu có lãi suất thả nổi (lãi suất của trái phiếu thay đổi tại từng thời điểm trả lãi thường được tính theo lãi suất của thị trường liên ngân hàng); trái phiếu chiết khấu - zero coupon (trái phiếu được bán với giá thấp hơn mệnh giá).

Bốn là, phân theo hình thức biểu hiện. Trái phiếu phát hành có thể dưới dạng chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ :

- Đối với dạng chứng chỉ: Bộ Tài Chính quy định nội dung để tổ chức phát hành in và phân phối cho các nhà đầu tư.

- Đối với hình thức bút toán ghi sổ: Do Trung tâm Giao dịch chứng khoán (Sở Giao dịch chứng khoán) và các tổ chức lưu ký ghi và quản lý sổ sách.

Năm là, phân theo tiêu thức quản lý. Với cách phân loại này sẽ có 2 loại trái phiếu: Trái phiếu vô danh: là trái phiếu ghi tên trái chủ, cả trên chứng chỉ cũng như trên sổ sách của nhà phát hành; Trái phiếu ghi danh: là trái phiếu trên đó ghi tên, địa chỉ của trái chủ và trong sổ của nhà phát hành.

3. Định giá trái phiếu

Giá trị của trái phiếu được xác định là giá trị mà người sở hữu chúng có thể nhận được trong tương lai. Như ta đã biết, bình thường trái phiếu có mệnh giá, thời hạn, lãi

suất cố định, không kèm các điều kiện có thể chuyển đổi và được quyền giao dịch trên thị trường.... Do tiền có giá trị về mặt thời gian, vì vậy tại mỗi thời điểm khác nhau chúng sẽ có những giá trị khác nhau. Để xác định được giá trái phiếu tại thời điểm hiện tại, chúng ta cần thực hiện chiết khấu toàn bộ dòng tiền sẽ thanh toán cho người sở hữu trái phiếu trong tương lai với lãi suất hiện tại.

Giá trái phiếu và lãi suất thị trường có mối quan hệ mật thiết với nhau. Do tiền gốc và tiền lãi không đổi và được xác định cụ thể trên trái phiếu, lãi suất thị trường sẽ quyết định giá trị của trái phiếu (với độ chênh lớn càng thể hiện rõ). Khi lãi suất thị trường nhỏ hơn lãi suất ghi trên trái phiếu, nhà đầu tư nếu muốn sở hữu trái phiếu sẽ phải trả một giá cao hơn mệnh giá của trái phiếu đó. Phần chênh lệch cao giá này được hiểu là để bù đắp cho người phát hành do trả lãi cao hơn lãi suất thị trường. Ngược lại, khi lãi suất thị trường cao hơn lãi suất danh nghĩa, giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá và nhà đầu tư sẽ được bù đắp do hưởng lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường bằng việc mua trái phiếu thấp hơn mệnh giá, phần chênh lệch giá thấp hơn mệnh giá được gọi là phần chiết khấu. Còn nếu lãi suất thị trường bằng lãi suất danh nghĩa, giá trái phiếu bằng chính mệnh giá của nó.

Trong mối quan hệ giữa lãi suất thị trường và giá trái phiếu, người nắm giữ trái phiếu sẽ phải chịu rủi ro về mặt lãi suất khi sở hữu trái phiếu. Giá trái phiếu sẽ biến động khi lãi suất thị trường biến động. Nhà đầu tư chỉ mua trái phiếu khi nhận định rằng lãi suất thị trường sẽ giảm trong tương lai. Khi đó lợi tức thu được từ đầu tư trái phiếu sẽ bao gồm hai phần, tiền lãi định kỳ và chênh lệch giá nếu bán trái phiếu trước thời điểm đáo hạn. Như vậy, thời gian đáo hạn của trái phiếu càng dài thì rủi ro lãi suất càng lớn do nhà đầu tư càng gặp khó khăn trong việc dự đoán sự biến động của lãi suất.

4. Đường cong lãi suất chuẩn trái phiếu

4.1. Lãi suất của trái phiếu:

- Lãi suất danh nghĩa được ghi trên chứng chỉ hoặc người phát hành công bố, lãi suất danh nghĩa có tính ổn định cao vì tỷ lệ lãi suất trái phiếu và mệnh giá là cố định tới khi đến hạn.

- Lãi suất hiện hành được hình thành khi mua bán trái phiếu trên thị trường và là số đo gần đúng với lãi suất hoàn vốn; khi giá mua (hoặc bán) trái phiếu bằng mệnh giá thì lãi suất hiện hành chính bằng lãi suất hoàn vốn, nghĩa là giá trái phiếu càng gần với mệnh giá thì lãi suất hiện hành càng gần với lãi suất hoàn vốn. Như vậy, lãi suất hiện hành biến động cùng chiều với lãi suất hoàn vốn.

Nếu trái phiếu được bán thấp hơn mệnh giá thì lãi suất hiện hành sẽ cao hơn lãi suất danh nghĩa và thấp hơn lãi suất đáo hạn. Còn nếu bán cao hơn mệnh giá thì lãi suất hiện hành sẽ nhỏ hơn lãi suất danh nghĩa và lớn hơn lãi suất đáo hạn.

4.2. Đường cong lãi suất.

Đường cong lãi suất thể hiện mối quan hệ giữa lãi suất của trái phiếu và kỳ hạn thanh toán của trái phiếu đó. Đường cong lãi suất biểu diễn các mức lãi suất hoàn vốn của những trái phiếu có cùng đặc tính về rủi ro, tính thanh khoản, thuế... có thời hạn thanh toán khác nhau được xác định tại một thời điểm nào đó.

Đồ thị biểu hiện mối quan hệ giữa lãi suất và thời hạn. Đồ thị này thể hiện cấu trúc thời hạn của lãi suất hay đường cong lãi suất. Thông thường đồ thị thể hiện cấu trúc thời hạn của lãi suất trái phiếu Chính Phủ. Có 4 dạng đồ thị chính: dạng thông thường, dạng dốc, dạng đảo ngược và dạng phẳng.

- Dạng thông thường: ở dạng này các lãi suất ngắn hạn là thấp nhất, sau đó nó tăng dần lên và tới đoạn cuối thì đường cong gần như nằm ngang. Một đường cong lãi suất dạng thông thường cho thấy dấu hiệu của một nền kinh tế lành mạnh, ổn định, tăng trưởng chậm nhưng đều đặn, các thị trường cổ phiếu trái phiếu có xu hướng ổn định. Đường cong lãi suất là một chỉ báo không phải là một dự báo.

- Dạng dốc lên: ở dạng này cho thấy những người nắm giữ trái phiếu dài hạn tin rằng nền kinh tế sẽ cải thiện trong tương lai gần. Loại đường cong này thường xuất hiện sau các cuộc suy thoái khi nền kinh tế ổn định và tăng trưởng trở lại.

- Dạng dốc đảo ngược: nếu khoản vay trong ngắn hạn trả lãi suất cao hơn khoản vay dài hạn thì đường cong lãi suất sẽ có dạng đảo ngược và đó là tín hiệu của thời kỳ thu hẹp của nền kinh tế. Đường cong lãi suất có thể đảo ngược vì các lý do sau: nhu cầu cao bất thường đối với quỹ ngắn hạn, do một trục trặc nào đó về tính thanh khoản ngắn hạn của các công cụ của Chính Phủ hoặc doanh nghiệp; gia tăng áp lực lạm phát trong ngắn hạn; chính sách tiền tệ thắt chặt của ngân hàng trung ương.

- Dạng nằm ngang: trước khi đảo ngược đường cong lãi suất có thể có dạng phẳng. Mặc dù dạng phẳng của đường cong lãi suất có thể được coi là một cảnh báo sớm của sự đảo ngược nhưng cũng có khi đường cong sẽ trở lại dạng thông thường chứ không đảo ngược. Đường cong dạng phẳng cũng thường kéo theo sự suy thoái kinh tế. Tuy nhiên nó cũng sẽ trở lại hình dạng thông thường nếu nền kinh tế vượt được qua khủng hoảng và bước vào tăng trưởng.

Đường cong lãi suất có thể giúp cho các nhà đầu tư lựa chọn các khoảng thời gian đáo hạn cho các chứng khoán có thu nhập cố định của mình. Xem xét đường cong lãi suất hiện thời các nhà đầu tư sẽ có được thông tin về các mức lãi suất ở những thời

hạn khác nhau, có thể giúp họ đưa ra những quyết định đối với thời gian đáo hạn. Nếu các nhà đầu tư tin rằng lãi suất sẽ ổn định hoặc giảm xuống thì họ có thể đầu tư vào trái phiếu 20 năm có lãi suất cao nhất, nếu họ tin rằng lãi suất sẽ tăng thì đầu tư vào các công cụ ngắn hạn có lãi suất cao nhất sẽ là khôn ngoan.

4.3. Đường cong lãi suất chuẩn

4.3.1. Khái niệm

Thông thường, đường cong lãi suất chuẩn được xây dựng cho các chứng khoán là các công cụ nợ được coi là phi rủi ro hoặc mức rủi ro rất thấp và mức lãi suất của các công cụ nợ này được dùng làm lãi suất chuẩn (lãi suất tham chiếu) cho các loại công cụ nợ khác có cùng thời gian đáo hạn.

Như vậy, đường cong lãi suất chuẩn là đường biểu diễn mức lãi suất hoàn vốn của các trái phiếu không rủi ro vỡ nợ và rủi ro thanh khoản, có thời hạn thanh toán khác nhau, tại một thời điểm xác định nào đó.

Đặc điểm của đường cong lãi suất chuẩn chính là đường cong lãi suất hoàn vốn nằm ở vị trí thấp nhất trên đồ thị biểu diễn các đường lãi suất khác nhau. Mức lãi suất chuẩn phải phản ánh được các yếu tố như chi phí vốn, phần bù rủi ro kỳ hạn và lạm phát.

4.3.1. Ý nghĩa của đường cong lãi suất chuẩn

Thứ nhất, đường cong lãi suất đóng vai trò cung cấp mức lãi suất tham chiếu giúp định giá các chứng khoán nợ khác cùng kỳ hạn, giúp các tổ chức phát hành trái phiếu có căn cứ để xác định mức lãi suất hợp lý và đảm bảo sự thành công của việc huy động vốn.

Thứ hai, do chức năng thông tin, đường cong lãi suất chuẩn đã trở thành chỉ báo quan trọng của nền kinh tế nói chung cũng như thị trường tài chính nói riêng và nó cũng là cơ sở để dự đoán diễn biến các mức lãi suất trên thị trường. Điều này giúp các nhà đầu tư đưa ra những quyết định đúng đắn trong việc mua, bán các chứng khoán, đánh giá sự hợp lý các mức lãi suất trái phiếu dự định phát hành hay chủ động thực hiện việc phòng ngừa rủi ro về lãi suất.

Thứ ba, đường cong lãi suất chuẩn cung cấp thông tin cho các chủ thể của nền kinh tế ra quyết định cân đối và sử dụng các nguồn lực một cách hợp lý.

* Lựa chọn lãi suất loại trái phiếu làm mức lãi chuẩn

Để xây dựng được đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu cần phải có các điều kiện như: i) Trái phiếu phải đạt chuẩn với khối lượng lớn, lô trái phiếu dùng để tính toán lãi suất phải có tính chất giống nhau trừ ngày đáo hạn; ii) Xây dựng

lịch trình phát hành trái phiếu một cách thường xuyên và khoa học; iii) Thị trường giao dịch trái phiếu phát triển, tính thanh khoản cao (giao dịch trái phiếu phải thường xuyên, với một ngày bất kỳ phải có giao dịch của các trái phiếu được chọn với kỳ hạn khác nhau); iv) Vấn đề tự do hoá lãi suất; v.v). Sử dụng một số giả thiết đường cong của zero coupon và đường cong lãi suất giao ngay.

Để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn, hiện nay, với các đặc tính của mình, lãi suất trái phiếu Chính Phủ thường được các nước sử dụng làm lãi suất chuẩn. Bởi các lý do sau:

- Chính Phủ được coi là chủ thể có uy tín cao nhất trong việc vay và trả nợ.
- Việc phát hành đạt được khối lượng lớn và thường xuyên một cách có kế hoạch.
- Tính thanh khoản cao, rủi ro thấp, chủng loại hàng hoá đa dạng từ ngắn đến dài hạn làm cho việc xác định đường cong lãi suất có thể trải dài từ kỳ hạn ngắn nhất đến dài nhất.

Bên cạnh đó, sự ra đời và phát triển của các thị trường bậc cao như repo hay các thị trường chứng khoán phái sinh làm cho thị trường trái phiếu Chính Phủ hoạt động sôi động hơn, tạo điều kiện để có thể quan sát và dự báo được xu thế vận động lãi suất trong tương lai.

* Kỹ thuật xây dựng đường cong lãi suất chuẩn

- Xác định các “điểm” của đường cong lãi suất.

Vì đường cong lãi suất là đường thể hiện mức lãi suất hoàn vốn của các TPCP có các thời hạn thanh toán khác nhau tại một thời điểm xác định, do vậy, tại mỗi thời điểm khác nhau thì đường cong sẽ có các hình dạng khác nhau. Đối với các TPCP đang lưu hành và giao dịch thì những điểm đó chính là các mức lãi suất hoàn vốn của các TPCP tại các kỳ hạn khác nhau. Đối với các trái phiếu mới phát hành thì điểm này chính là lãi suất phát hành (vì đây là mức lãi suất phản ánh quan hệ cung cầu TPCP tại thời điểm hiện tại).

- Nghiệp vụ tái phát hành.

Đây là nghiệp vụ mà Chính Phủ thực hiện phát hành một khối lượng trái phiếu bổ sung cho lượng trái phiếu đã phát hành trước đó. Trái phiếu tái phát hành có cùng ngày đến hạn và mức lãi suất với trái phiếu đã phát hành. Tuy nhiên so với trái phiếu gốc, trái phiếu tái phát hành có ngày phát hành và được giao dịch với mức giá khác nhau.

Trong thực tế, Chính Phủ có thể chia đợt TPCP định phát hành thành nhiều lần phát hành khác nhau. Thời điểm của những lần phân phối trái phiếu ra thị trường sẽ

được Chính Phủ căn cứ vào tình hình thực tế tính thanh khoản của trái phiếu vừa được phát hành ra thị trường. Giá phát hành của mỗi đợt phát hành sau tùy thuộc vào lãi chiết khấu được áp dụng phù hợp với lãi suất thị trường và thời gian đáo hạn còn lại của trái phiếu. Việc thực hiện nghiệp vụ này làm tăng mức dư nợ cho TPCP trên thị trường và do đó tăng tính thanh khoản của các loại TPCP. Nghiệp vụ này thường được thực hiện khi mức dư nợ của một loại TPCP ở một kỳ hạn nào đó không đủ lớn để đảm bảo lãi suất này trở thành lãi suất chuẩn của thị trường.

Có thể thấy rằng, việc thực hiện tái phát hành TPCP là cơ sở đảm bảo cho việc xây dựng đường cong lãi suất chuẩn luôn được chính xác.

II. Thị trường trái phiếu

1. Khái niệm, đặc điểm, vai trò của thị trường trái phiếu

1.1. Thị trường tài chính và khái niệm thị trường trái phiếu

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 phát triển góp phần thúc đẩy mạnh mẽ sự phát triển kinh tế - xã hội của một quốc gia. Thị trường tài chính đóng một vai trò nòng cốt trong quá trình luân chuyển vốn từ nhà đầu tư (người có tiền) đến tổ chức, cá nhân có mục đích cần vốn để phục vụ cho mục tiêu tiêu dùng, đầu tư phát triển phục vụ sản xuất kinh doanh.

Cấu trúc của thị trường tài chính bao gồm:

- Thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần: Thị trường nợ là nơi hàng hoá được mua bán tại đó là các công cụ nợ. Tiêu biểu cho các công cụ nợ là trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu doanh nghiệp. Các công cụ nợ thường có thời hạn xác định, có thể là ngắn hạn, trung hạn hay dài hạn; Khác với thị trường nợ, thị trường vốn cổ phần là nơi mua bán các cổ phiếu, giấy xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu sẽ cho phép họ có quyền yêu cầu đối với lợi nhuận sau thuế của công ty cũng như đối với tài sản của công ty. Cổ phiếu là vô thời hạn vì chúng không xác định cụ thể ngày kết thúc.

- Thị trường cấp một và thị trường cấp hai: Thị trường cấp một là nơi phát hành chứng khoán ra lần đầu và thị trường cấp hai là nơi giao dịch các loại chứng khoán đã được phát hành.

- Thị trường tiền tệ và thị trường vốn: Thị trường tiền tệ (bao gồm thị trường liên ngân hàng, thị trường hối đoái, thị trường vay nợ ngắn hạn) là thị trường tài chính trong đó các công cụ ngắn hạn (có kỳ hạn dưới một năm) được mua bán. Thị trường

vốn (bao gồm thị trường cho thuê tài chính, thị trường thế chấp và thị trường chứng khoán) là thị trường cung cấp vốn trung hạn và dài hạn cho nền kinh tế.

- Thị trường các công cụ dẫn suất: là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn. Thị trường này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà quản trị tài chính.

Tài trợ gián tiếp

- Đối với kênh tài trợ trực tiếp, những người cần vốn sẽ huy động trực tiếp từ những người có vốn và có nhu cầu đầu tư bằng cách bán các chứng khoán cho họ. Các chứng khoán này là các công cụ tài chính, cung cấp quyền yêu cầu về thu nhập và tài sản cho chủ sở hữu đối với người phát hành. Các chứng khoán này được mua bán rộng rãi trên thị trường cấp một và thị trường cấp hai.

- Đối với kênh tài trợ gián tiếp, những người cần vốn do các điều kiện khác nhau phải thông qua các trung gian tài chính để huy động vốn cho mình. Các trung gian tài chính là các ngân hàng thương mại, các tổ chức tín dụng, các tổ chức bảo hiểm...

Dù là trực tiếp hay gián tiếp, các trung gian tài chính với uy tín và các dịch vụ hỗ trợ như hoạt động đại lý, bảo lãnh, thanh toán, v.v... có vai trò cực kỳ quan trọng trong việc tích tụ, tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế.

Như vậy, thông qua việc chuyển tiền, thị trường tài chính có vai trò quan trọng trong việc tích tụ tập trung và phân phối vốn trong nền kinh tế, trên cơ sở đó làm tăng năng suất và hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế xã hội. Hoạt động này trực tiếp cải thiện mức sống cho cả những người có vốn và những người cần vốn để kinh doanh.

Nếu căn cứ theo các loại hàng hoá được mua bán trên đó, có thể phân loại thị trường tài chính thành thị trường nợ, thị trường vốn cổ phần và thị trường các công cụ dẫn suất. Thị trường nợ là thị trường mà hàng hoá được mua bán tại đó là các công cụ nợ. Tiêu biểu cho các công cụ nợ là tín phiếu (ngắn hạn) và trái phiếu (trung hạn hay dài hạn); thị trường vốn cổ phần là nơi mua bán các cổ phiếu, giấy xác nhận cổ phần đóng góp của cổ đông. Cổ đông là chủ sở hữu của công ty và phải chịu trách nhiệm trong phần đóng góp của mình. Cổ phiếu là vô thời hạn vì chúng không xác định cụ thể ngày mãn hạn; Thị trường các công cụ dẫn suất là nơi các chứng khoán phái sinh được mua và bán. Tiêu biểu cho các công cụ này là hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn. Thị trường này ngày càng trở nên quan trọng đối với các nhà quản trị tài chính.

Căn cứ vào thời hạn của vốn, người ta có thể phân thị trường tài chính thành hai loại, thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Thị trường tiền tệ là thị trường tài chính trong đó các công cụ ngắn hạn (có kỳ hạn dưới một năm) được mua bán, còn thị trường vốn là thị trường cung cấp vốn trung hạn và dài hạn cho nền kinh tế.

Qua những nội dung nêu trên, ta có thể thấy khái quát thị trường trái phiếu như sau: “Thị trường trái phiếu là một bộ phận của thị trường tài chính, ở đó các loại trái phiếu được mua bán, trao đổi và giao dịch”.

1.2. Đặc điểm của thị trường trái phiếu

Thứ nhất, thị trường trái phiếu là nơi mua bán, trao đổi, giao dịch các công cụ nợ trung và dài hạn, bao gồm trái phiếu Chính Phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do Chính Phủ bảo lãnh và trái phiếu doanh nghiệp. Tại thị trường này nguồn vốn được huy động có chi phí rẻ hơn so với thị trường cổ phiếu. Các công cụ này được đảm bảo thanh toán trước, do vậy có độ an toàn khá cao, đặc biệt là trái phiếu Chính Phủ. Trái phiếu thường có thời hạn xác định, do vậy, mặc dù quy mô của thị trường là rất lớn, song hàng hóa trên thị trường thay đổi liên tục. Trái phiếu mới phát hành sẽ thay thế cho trái phiếu đáo hạn và quá trình đó diễn ra không ngừng. Thậm chí có những loại trái phiếu được phát hành không có ngày đáo hạn. Đặc điểm này gắn thị trường giao dịch với thị trường phát hành trái phiếu.

Thứ hai, quy mô của thị trường trái phiếu rất lớn. Thị trường trái phiếu thường có quy mô lớn gấp nhiều lần thị trường cổ phiếu. Ở Mỹ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp có quy mô lớn gấp đôi so với thị trường cổ phiếu, còn thị trường trái phiếu Chính Phủ và trái phiếu chính quyền địa phương có quy mô lớn gấp hơn chục lần so với thị trường cổ phiếu. Để tiết kiệm chi phí phát hành, các đợt phát hành trái phiếu thường có quy mô rất lớn với các phương thức phát hành khá đa dạng. Đặc điểm này yêu cầu các nhà đầu tư tham gia thị trường, đặc biệt là các nhà đầu tư trên thị trường sơ cấp phải có lượng vốn đủ lớn mới có thể tham gia liên tục vào thị trường phát hành và giao dịch trái phiếu.

Thứ ba, thị trường thường xuyên giao dịch với khối lượng và giá trị lớn nên thành viên tham gia thị trường chủ yếu là trung gian tài chính, do vậy, thị trường trái phiếu thường được tổ chức theo mô hình thị trường OTC với phương thức giao dịch chủ yếu phương thức là thoả thuận, với cách thức và thời gian thanh toán hết sức linh hoạt. Các ngân hàng thương mại thường đảm nhiệm vai trò là nhà tạo lập thị trường trái phiếu.

1.3. Vai trò của thị trường trái phiếu trong phát triển kinh tế

Xét trong mối quan hệ tương quan với các bộ phận của thị trường tài chính, bao gồm thị trường tiền tệ, thị trường hối đoái và thị trường vốn, thị trường chứng khoán trong đó có thị trường trái phiếu đóng một vai trò rất quan trọng bởi lẽ, nó là một bộ phận cơ bản của thị trường vốn trung và dài hạn cho Chính Phủ và doanh nghiệp. Do vậy, sự tạo lập và phát triển thị trường trái phiếu có một ý nghĩa vô cùng quan trọng

đối với sự phát triển của thị trường tài chính cũng như đối với sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. Thị trường trái phiếu thực hiện các vai trò chủ yếu sau:

Thứ nhất, đối với nền kinh tế quốc dân. Bất cứ quốc gia nào, việc thực hiện các mục tiêu của chiến lược phát triển kinh tế – xã hội phụ thuộc các nguồn vốn. Do vậy, các mọi quốc gia đều chú trọng khai thác và sử dụng một cách có hiệu quả mọi tiềm năng về tài chính, tài nguyên, lao động, đất đai để phát triển sản xuất kinh doanh nhằm thực hiện thành công mục tiêu phát triển đặt ra. Một trong các nguồn để phục vụ đầu tư phát triển trung và dài hạn đó là nguồn vốn trái phiếu. Nguồn vốn trái phiếu có quy mô rất lớn, ổn định hơn kênh tín dụng, có mức độ rủi ro thấp, chi phí vốn nhỏ hơn so với thị trường vốn cổ phần.

Do vậy, là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính, thị trường trái phiếu phát triển cho phép huy động một nguồn vốn tiết kiệm lớn cung cấp cho nền kinh tế, đáp ứng được khoảng thời gian đầu tư trung và dài hạn điều này góp phần điều hòa lượng vốn trong nền kinh tế và chia sẻ sức ép với hệ thống ngân hàng .

Thứ hai, đối với Chính Phủ. Với tư cách vừa là nhà phát hành, vừa là người quản lý Nhà nước, Chính Phủ có nhiệm vụ xây dựng một thị trường trái phiếu ngày càng phát triển, cũng như thực hiện được các mục đích về điều hành các chính sách tài chính của mình. Như vậy, thông qua hoạt động của thị trường trái phiếu đã giúp cho Chính Phủ giải quyết được một số vấn đề sau:

- Phục vụ đáp ứng nhu cầu về vốn của Chính Phủ. Vay nợ của Chính Phủ là biện pháp để bù đắp thiếu hụt về vốn của Chính Phủ. Đối với các quốc gia có điều kiện nền kinh tế còn gặp nhiều khó khăn, tích lũy từ nội bộ nền kinh tế quốc dân còn thấp, nguồn thu của ngân sách Nhà nước (chủ yếu là thuế) có hạn, trong khi đó nhu cầu chi cho đầu tư phát triển kinh tế rất lớn dẫn đến nảy sinh những mất cân đối trong nền kinh tế mà điển hình là mất cân đối thu chi của Chính Phủ. Để cân đối, Chính Phủ có nhiều biện pháp như vay nước ngoài, phát hành tiền, vay trong nước.

Trong đó, việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu là biện pháp hữu hiệu nhất để bù đắp thiếu hụt, đồng thời còn tập trung được lượng vốn nhàn rỗi trong xã hội để tăng nguồn chi cho phát triển kinh tế - xã hội. Biện pháp này được sử dụng tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, ngay cả những nước phát triển có nguồn thu tương đối lớn do nó không lệ thuộc vào vay nợ nước ngoài để gây nên sự mất ổn định về kinh tế. Tuy nhiên cần phải nắm vững nhu cầu vay vốn, mục đích sử dụng vốn, khả năng cung ứng nguồn vốn để từ đó xây dựng chiến lược và kế hoạch huy động vốn một cách có hiệu quả. Mặt khác cần phải thấy rằng khi vay nợ quá lớn sẽ tạo gánh nặng cho Chính Phủ trong việc trả gốc và lãi, vì vậy cần quản lý công tác vay nợ tốt để tránh gây nên sự bất ổn định về tài chính.

- Thúc đẩy phát triển thị trường vốn và thị trường chứng khoán. Phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán là một trong những nhân tố quyết định tốc độ phát triển kinh tế của một quốc gia trong nền kinh tế thị trường. Sự phát triển của thị trường vốn sẽ tạo điều kiện giao lưu giữa người có vốn muốn đầu tư và người có nhu cầu sử dụng vốn trên thị trường từ đó giải phóng nguồn lực tài chính để phát triển kinh tế. Trái phiếu có ưu điểm đặc biệt hơn so với các hình thức vay nợ khác là nó có khả năng trao đổi, nên trái phiếu mà điển hình là trái phiếu Chính Phủ có vị trí quan trọng trên thị trường chứng khoán; vai trò của trái phiếu Chính Phủ đối với việc hình thành và phát triển thị trường vốn, thị trường chứng khoán thể hiện trên các giác độ sau: (i) Tạo ra chứng khoán ban đầu cho thị trường hoạt động; kinh nghiệm của các nước cho thấy, trong giai đoạn đầu mới thành lập của thị trường chứng khoán, trái phiếu Chính Phủ là hàng hoá chủ đạo của thị trường, do độ rủi ro của trái phiếu Chính Phủ thấp nên không gây nên sự đổ vỡ và bất ổn của thị trường khi khuôn khổ pháp lý chưa hoàn thiện và trình độ am hiểu về hoạt động chứng khoán của xã hội còn thấp. Hơn nữa do khối lượng trái phiếu Chính Phủ lớn, có tính thanh khoản cao nên lãi suất của trái phiếu Chính Phủ được dùng làm lãi suất chuẩn trên thị trường; (ii) Góp phần tăng cường chức năng định hướng phát triển và điều tiết thị trường của Chính Phủ: Thông qua việc sử dụng công cụ lãi suất đối với trái phiếu, Chính Phủ có thể điều tiết và định hướng thị trường theo mục tiêu của mình. Hoạt động của thị trường vốn lại có tác động rất lớn đến nền kinh tế nói chung, do vậy thông qua hoạt động của thị trường này, Chính Phủ có thể sử dụng để quản lý vĩ mô nền kinh tế; (iii) Góp phần kiềm chế lạm phát, góp phần giảm tình trạng phát hành tiền để cân đối ngân sách.

- Làm đa dạng hoá các nguồn vốn đầu tư và hội nhập thị trường vốn quốc tế. Thông qua việc phát hành trái phiếu ra quốc tế, Chính Phủ sẽ đạt được các mục đích: (i) Mở rộng quan hệ và nâng cao uy tín trên thị trường vốn quốc tế, đồng thời tạo thêm một kênh huy động vốn mới để bổ sung nguồn vốn phục vụ đầu tư phát triển. Đặc biệt đối với các nước đang phát triển việc phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế tạo điều kiện cho việc học hỏi nghiên cứu kinh nghiệm trên thị trường vốn quốc tế để từng bước xây dựng và phát triển thị trường vốn trong nước; (ii) Khi phát hành trái phiếu, Chính Phủ được độc lập về tài chính, sử dụng vốn vay mà không phải thực hiện các điều kiện ràng buộc và sự kiểm soát của những tổ chức và nhà đầu tư quốc tế; (iii) Trái phiếu quốc tế tạo cho Chính Phủ có khả năng huy động vốn dài hạn với khối lượng lớn. Đây là yếu tố rất quan trọng góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư cũng như tạo sự chủ động trong việc phân bổ nguồn lực tài chính; (iv) Chi phí huy động vốn qua trái phiếu quốc tế thông thường thấp hơn so với vay thương mại cùng kỳ hạn. Lãi suất đi vay cao hay thấp tùy thuộc vào từng mức độ tín nhiệm của mỗi quốc gia.

Thứ ba, đối với sự phát triển của doanh nghiệp. Sự phát triển của thị trường trái phiếu tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận được nguồn vốn linh hoạt và hiệu quả. Với kênh huy động này, các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu của mình phục vụ cho kế hoạch sản xuất kinh doanh trung và dài hạn của mình. Việc phát hành trái phiếu sẽ giúp doanh nghiệp giảm bớt sự phụ thuộc vào việc vay ngân hàng từ đó tránh được sự lo lắng về thời gian trả nợ vì đây thường là những khoản vay ngắn hạn. Đồng thời, cũng không phải chịu áp lực chia sẻ quyền quản lý cũng như sự pha loãng khi thực hiện phát hành cổ phiếu. Bên cạnh đó, trên thị trường trái phiếu, các doanh nghiệp cũng sẽ thực hiện được việc kinh doanh trái phiếu để có thể tạo cơ hội kiếm lợi nhuận và giảm rủi ro.

Thứ tư, đối với các nhà đầu tư. Thị trường trái phiếu Chính Phủ có chức năng chuyển các khoản tiết kiệm thành vốn đầu tư, một mặt huy động nguồn vốn nhàn rỗi để phục vụ tài trợ cho nền kinh tế. Đây là một công cụ đầu tư quan trọng đối với các nhà đầu tư có tổ chức mặc dù khả năng sinh lời không cao, song trái phiếu Chính Phủ là bước đệm để tránh được rủi ro, nhất là rủi ro phá sản do tính thanh khoản và độ an toàn cao, hơn nữa đối với các tổ chức tín dụng đây là công cụ đầu tư đang được khuyến khích và hưởng nhiều ưu đãi.

2. Cấu trúc thị trường trái phiếu

2.1. Các thành viên của thị trường trái phiếu. Bao gồm:

- Cơ quan quản lý Nhà nước. Thông qua một số cơ quan như Bộ Tài chính, NHTW, Ủy ban chứng khoán Nhà nước (UBCKNN)..., Chính Phủ tham gia thị trường với tư cách là nhà tổ chức và quản lý thị trường. Ủy ban chứng khoán Nhà nước là cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán, có chức năng quản lý và giám sát các thị trường chứng khoán, trong đó có thị trường trái phiếu, đồng thời, soạn thảo văn bản pháp luật liên quan đến trái phiếu và thị trường trái phiếu để trình các cấp có thẩm quyền xem xét quyết định, cũng như tổ chức và hướng dẫn thực hiện các văn bản đó; Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính, các Bộ chủ quản cũng có vai trò quan trọng trong hoạt động quản lý đối với các thành viên tham gia thị trường. Chẳng hạn, Ngân hàng Trung ương, cơ quan quản lý Nhà nước trong lĩnh vực tiền tệ, tín dụng và ngân hàng có nhiệm vụ quản lý, hướng dẫn hoạt động của các ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng khác, bao gồm cả các hoạt động của các tổ chức này trên thị trường trái phiếu. Sự phối kết hợp giữa các cơ quan quản lý Nhà nước trong hoạt động quản lý thị trường, quản lý các thành viên có ý nghĩa quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả và đảm bảo an toàn cho hoạt động của thị trường.

- Cơ quan quản lý thị trường. Bao gồm: Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) và Trung tâm giao dịch phi tập trung (OTC). Sở giao dịch chứng khoán là địa điểm giao dịch có tổ chức để giao dịch các trái phiếu được niêm yết. Sở giao dịch thực hiện vận hành thị trường thông qua bộ máy tổ chức bao gồm nhiều bộ phận khác nhau phục vụ các hoạt động trên thị trường chính thức. Ngoài ra, Sở giao dịch cũng ban hành những quy định điều chỉnh các hoạt động giao dịch chứng khoán ở Sở, phù hợp với các quy định luật pháp về chứng khoán và giao dịch chứng khoán. Đối với trung tâm OTC, tùy theo mỗi quốc gia mà trung tâm này do Chính Phủ thành lập và quản lý hoặc dưới hình thức tự quản do các hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán thành lập và quản lý. Hoạt động giao dịch trên thị trường OTC có quy chế chặt chẽ và chịu sự quản lý giám sát hoạt động của thị trường từ phía các cơ quan quản lý Nhà nước. Hoạt động của thị trường OTC làm cho hoạt động của thị trường trái phiếu sôi động hơn, trái phiếu được luân chuyển, giao dịch thuận lợi và nâng cao tính thanh khoản của các loại trái phiếu .

- Hiệp hội kinh doanh trái phiếu. Đây là tổ chức được thành lập bởi các công ty chứng khoán và một số thành viên khác hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán. Hiệp hội hoạt động nhằm mục đích chia sẻ thông tin, bảo vệ quyền lợi cho các thành viên nói riêng và cho tất cả các nhà đầu tư nói chung. Hiệp hội các nhà kinh doanh trái phiếu thường là một tổ chức tự quản.

- Các tổ chức phát hành. Bao gồm:

Một là, Chính Phủ và chính quyền địa phương: Chính Phủ tham gia thị trường như một tổ chức phát hành. Với tư cách là một chủ thể phát hành, trái phiếu Chính Phủ, cùng với các trái phiếu của các chính quyền địa phương là một trong những loại trái phiếu được phát hành nhiều nhất trên thị trường. Điều này có thể lý giải là do không phải lúc nào Chính Phủ cũng có thể ngay lập tức bù đắp sự thiếu hụt vốn xảy ra khá thường xuyên trong chi tiêu của mình bằng cách yêu cầu Ngân hàng Trung ương in thêm tiền mặt để đưa vào lưu thông. Giá phải trả cho việc in thêm tiền mặt để đưa vào lưu thông là lạm phát tăng cao dẫn đến sự bất ổn về kinh tế. Do đó, việc huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu là việc làm phổ biến nhất và là cách thức tài trợ tối ưu nhất cho Ngân sách thâm hụt hiện nay của các quốc gia trên thế giới nhằm tài trợ cho thâm hụt Ngân sách cũng như đầu tư cho các dự án phục vụ chiến lược phát triển kinh tế - xã hội.

Hai là, doanh nghiệp. Dù là doanh nghiệp thuộc thành phần nào hoạt động sản xuất kinh doanh trên thị trường đều phải thực hiện việc huy động vốn thông qua nhiều kênh khác nhau. Tùy theo từng thời điểm của nền kinh tế cũng như chiến lược phát triển của mình mà các doanh nghiệp sẽ tiến hành sử dụng hình thức huy động vốn nào

cho phù hợp. Thông thường các doanh nghiệp thường huy động vốn đầu tư qua các hình thức sau: vay thương mại, phát hành trái phiếu và tiếp nhận vốn góp.

Việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu thường được doanh nghiệp sử dụng trong việc thực hiện đầu tư vào các dự án lớn có thời gian thu hồi vốn lâu (những trường hợp này ngân hàng thường không mấy mặn mà trong việc cho vay). Việc huy động vốn bằng hình thức này cũng sẽ làm cho doanh nghiệp có một cơ cấu vốn hợp lý, tránh bị pha loãng cổ phiếu, quyền kiểm soát cũng như chủ động trong việc thực hiện chiến lược kinh doanh của mình. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ đem lại rất nhiều lợi ích cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, đây là điều không phải doanh nghiệp nào cũng dễ dàng thực hiện.

- Các nhà đầu tư: Nếu coi người phát hành trái phiếu là đối tượng tạo ra sức cung hàng hoá thì các nhà đầu tư chính là những người tạo ra sức cầu hàng hoá trên thị trường trái phiếu. Nói một cách khác, nếu người phát hành bán các trái phiếu của mình thì chủ thể đầu tư là những đối tượng trực tiếp mua chúng. Có thể chia thành hai loại chủ thể đầu tư: Các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân. Họ có thể là người bản địa cũng có thể là người nước ngoài. (i) Các nhà đầu tư tổ chức: Đây là các nhà đầu tư đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động của thị trường trái phiếu. Họ là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, thường xuyên mua bán trái phiếu với số lượng lớn trên thị trường. Một số các nhà đầu tư chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán là các quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm, các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại... và đây là những tổ chức có nghiệp vụ chuyên môn cao về đầu tư chứng khoán. Họ sử dụng số vốn huy động từ các nguồn để đầu tư vào trái phiếu với mục đích cuối cùng là thu được một khoản lợi nhuận. Hơn thế nữa, trái phiếu Chính Phủ là loại trái phiếu có tính thanh khoản cao nhất nên các doanh nghiệp, nhất là các Ngân hàng thương mại rất ưa thích nắm giữ để nhằm mục đích thuận lợi cho việc quản lý khả năng thanh toán hay thanh khoản hơn là vì mục đích sinh lời; (ii) Các nhà đầu tư cá nhân: là các hộ gia đình với số vốn không nhiều, các nhà đầu tư cá nhân luôn phải lựa chọn cho mình những hình thức đầu tư phù hợp với khả năng cũng như mức độ chấp nhận rủi ro của mình. Trong các loại trái phiếu, trái phiếu Chính Phủ là loại hàng hoá có uy tín nhất trên thị trường và không có rủi ro trong vấn đề thanh toán và như vậy họ có thể tin tưởng ở mức lợi nhuận mà mình nhận được khi mua bán trái phiếu này.

- Các trung gian tài chính và hỗ trợ thị trường. Thị trường trái phiếu Chính Phủ phát triển luôn đòi hỏi phải cần có nhiều tổ chức trung gian tài chính và hỗ trợ giao dịch, họ là cầu nối giữa người mua và người bán trái phiếu với nhau. Họ bao gồm:

+ Tổ chức bảo lãnh phát hành: là việc tổ chức bảo lãnh giúp Chính Phủ và doanh nghiệp thực hiện các thủ tục trước khi phát hành trái phiếu ra thị trường, phân phối trái

phiếu cho các nhà đầu tư và có trách nhiệm mua một phần hay toàn bộ trái phiếu còn lại chưa phân phối hết. Bảo lãnh phát hành gồm hai nội dung cơ bản: tư vấn tài chính và phân phối trái phiếu.

Thông thường để phát hành trái phiếu, tổ chức phát hành cần phải có một hoặc một số tổ chức bảo lãnh phát hành. Với khối lượng trái phiếu không lớn thì chỉ cần có một tổ chức bảo lãnh phát hành, còn trong trường hợp trái phiếu được phát hành với khối lượng lớn, vượt quá khả năng của một tổ chức bảo lãnh thì cần phải có một tổ hợp bảo lãnh phát hành, bao gồm một hoặc một số tổ chức phát hành chính và các tổ chức bảo lãnh phát hành thành viên. Tập đoàn bảo lãnh này có thể là tổ hợp Ngân hàng đầu tư, khi Chính Phủ và doanh nghiệp phát hành trái phiếu với khối lượng lớn, họ đứng ra như một tổ chức bảo lãnh và các tổ chức khác có vai trò như những đại lý phân phối trái phiếu.

Các tổ chức bảo lãnh phát hành được hưởng phí bảo lãnh hoặc một tỷ lệ hoa hồng nhất định trên số tiền thu được từ đợt phát hành. Phí bảo lãnh phát hành là phần trăm số tiền theo thỏa thuận với tổ chức phát hành mà nhà tổ chức bảo lãnh nhận được khi bán trái phiếu cho nhà đầu tư.

+ Các tổ chức kinh doanh trái phiếu: bao gồm các công ty chứng khoán, các ngân hàng thương mại và các tổ chức khác được phép kinh doanh theo quy định của pháp luật (các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ..). Các tổ chức này chủ yếu hoạt động trên thị trường thứ cấp, có chức năng làm trung gian môi giới cho các tổ chức, cá nhân có nhu cầu mua bán trái phiếu để hưởng phí môi giới và thực hiện các giao dịch mua bán cho chính bản thân mình để kiếm lợi nhuận.

+ Các nhà tạo lập thị trường: hoạt động của các nhà tạo lập cũng giống những các tổ chức kinh doanh trái phiếu. Tuy nhiên, nhà tạo lập thị trường là những người tạo ra thị trường có tính thanh khoản cao bằng cách thường xuyên yết lên các mức giá chào mua, chào bán, qua đó, đảm bảo một thị trường hai chiều (mua bán liên tục). Do đó trong hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu, nhà tạo lập luôn phải nắm giữ một lượng trái phiếu đủ lớn để sẵn sàng bán khi có yêu cầu đặt mua, đồng thời phải dự trữ ngân quỹ để mua trái phiếu khi nhà đầu tư có yêu cầu bán. Còn khi hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu bằng hình thức môi giới hay đại lý (tổ chức trung gian), các nhà tạo lập thị trường chỉ là người đại diện, thay mặt khách hàng thực hiện giao dịch và hưởng hoa hồng.

Hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu chứa đựng rủi ro hơn hoạt động kinh doanh trái phiếu. Do phải nắm giữ lượng đủ lớn trái phiếu và tiền mặt cho hoạt động tạo lập thị trường, các nhà tạo lập thị trường phải đầu tư lượng vốn đủ lớn và khả năng luân chuyển vốn bị hạn chế. Họ phải trang bị hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật đủ

manh, đội ngũ nhân sự đủ lớn cho hoạt động tạo lập thị trường. Bên cạnh đó, khi trái phiếu giảm giá, hoặc rủi ro phá sản từ tổ chức phát hành, nhà tạo lập thị trường có thể bị thua lỗ. Thông tin của nhà tạo lập thị trường là thông tin cấp một, do vậy, họ có lợi thế về thông tin so với các nhà đầu tư khác, song họ có thể bị tổn thất khi có hiện tượng thông tin nội gián. Các nhà tạo lập thị trường thường phải mua khi chứng khoán lên giá và phải bán khi chứng khoán giảm giá, mặc dù với khối lượng tối thiểu theo quy định, song có thể gây thua lỗ lớn, đặc biệt là ở những thị trường mà rủi ro thị trường cao, giá trái phiếu bị ảnh hưởng quá lớn của tâm lý nhà đầu tư. Bên cạnh đó, các tổ chức này còn cung cấp cho khách hàng các dịch vụ hỗ trợ khác như tư vấn đầu tư, hay các dịch vụ khác có liên quan đến hoạt động giao dịch trái phiếu như lưu ký, thanh toán. Các tổ chức kinh doanh có vai trò rất quan trọng trong đảm bảo tính thanh khoản của trái phiếu trên thị trường.

+ Tổ chức lưu ký chứng khoán và thanh toán chứng khoán: là pháp nhân thành lập và hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ phần; Trung tâm có chức năng tổ chức và giám sát hoạt động đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán chứng khoán (trong đó có trái phiếu) cho khách hàng, giúp khách hàng thực hiện các quyền liên quan đến sở hữu chứng khoán.

+ Tổ chức định mức tín nhiệm: là tổ chức được hình thành nhằm mục đích đánh giá mức độ tín nhiệm của tổ chức phát hành và xếp hạng chứng theo mức độ rủi ro mất khả năng thanh toán để các nhà đầu tư có những thông tin cần thiết, trên cơ sở đó có thể đưa ra các quyết định đầu tư. Đối với trái phiếu Chính Phủ thì mức độ tín nhiệm được đánh giá là cao nhất và hầu như không có rủi ro và như vậy phụ phí phát hành sẽ thấp và lãi suất của nó cũng sẽ không thể cao so với các loại trái phiếu khác có tính rủi ro cao. Hoạt động định mức tín nhiệm không thể thiếu khi tiến hành phát hành trái phiếu, đặc biệt là phát hành ra thị trường vốn quốc tế. Khi một nhà phát hành có định mức tín nhiệm cao thì việc phát hành trái phiếu sẽ thuận lợi, dễ dàng, giảm được chi phí huy động vốn và họ có thể phát hành trái phiếu ở mức lãi suất thấp hơn lãi suất các loại hình tín dụng khác nhưng vẫn thu hút được các nhà đầu tư. Định mức tín nhiệm nâng cao trách nhiệm của người phát hành đối với nhà đầu tư vì việc đánh giá định mức tín nhiệm liên quan đến uy tín của người phát hành, điều đó thúc đẩy người phát hành thực hiện tốt hơn cam kết đối với nhà đầu tư trong việc đảm bảo thanh toán tiền lãi và tiền vốn vay.

2.2. Phân loại thị trường trái phiếu

Thứ nhất, phân loại theo hình thức tổ chức thị trường. Bao gồm:

- Sở giao dịch chứng khoán: Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) là thị trường giao dịch chứng khoán được thực hiện tại một địa điểm tập trung gọi là sàn giao dịch

(trading floor) hoặc thông qua hệ thống máy tính. Thị trường hoạt động theo nguyên tắc trung gian hay nguyên tắc không có người mua, người bán cuối cùng.

Theo cách thức đó, các nhà đầu tư phải mở tài khoản thanh toán và lưu ký chứng khoán, phải ký hợp đồng kinh doanh với các công ty chứng khoán, các công ty môi giới. Khi có nhu cầu mua bán chứng khoán, nhà đầu tư sẽ uỷ quyền cho các công ty chứng khoán, các công ty môi giới đại diện cho họ thực hiện mua bán chứng khoán thông qua hoạt động đấu giá hoặc thỏa thuận tập trung tại sàn giao dịch. Như vậy, tại thị trường tập trung, chỉ có các thành viên chính thức mới được trực tiếp thực hiện các giao dịch tại sàn, các thành viên khác bắt buộc phải thực hiện giao dịch thông qua các thành viên chính thức của thị trường.

Phương thức giao dịch tại Sở giao dịch là phương thức đấu giá, trong đó các lệnh mua, bán được ghép với nhau trên cơ sở đó hình thành giá cả cạnh tranh tốt nhất. Trong đấu giá theo lãi suất, lãi suất thấp hơn sẽ được ưu tiên. Trên cơ sở cạnh tranh, giá cả sẽ phản ánh chính xác cung cầu chứng khoán trên thị trường, từ đó, cung cấp chính xác thông tin về chi phí vốn cho các nhà phát hành. Bên cạnh phương thức đấu giá, sở giao dịch còn thực hiện phương thức giao dịch thỏa thuận cho các giao dịch khối và giao dịch trái phiếu. Những giao dịch này có khối lượng lớn và thường dành cho các nhà đầu tư có tổ chức.

Để được giao dịch tại thị trường chứng khoán tập trung thì trái phiếu phải niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán. Sở giao dịch chứng khoán được đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của Ủy ban Chứng khoán quốc gia và các giao dịch phải tuân theo các quy định của Nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

- Thị trường phi tập trung (OTC). Thị trường phi tập trung hay còn gọi là thị trường OTC là thị trường của các nhà buôn, những người tạo lập thị trường. Trong đó, việc giao dịch mua bán chứng khoán không diễn ra tại một địa điểm tập trung mà thông qua hệ thống máy tính nối mạng giữa các thành viên của thị trường (vì vậy, có quan điểm cho rằng đây là thị trường bậc cao). Thông thường, khối lượng giao dịch trên thị trường OTC thường rất lớn. Việc mua bán trên thị trường OTC được thực hiện thông qua thương lượng, mặc cả giữa bên mua và bên bán. Thị trường OTC không có sàn giao dịch cũng như quầy giao dịch các loại trái phiếu. Tuy nhiên, trên thị trường có những công ty chuyên kinh doanh những loại chứng khoán nhất định (nhà tạo thị trường) sẵn sàng mua hoặc bán một loại trái phiếu nhất định (hay chứng khoán nói chung) theo giá mà họ niêm yết. Các nhà môi giới và tạo lập thị trường này có thể mua bán trái phiếu với tư cách là nhà môi giới của khách hàng (đại lý) hoặc là nhà giao dịch của chính mình. Tùy từng điều kiện cụ thể mà công ty đó có thể yết giá chắc chắn là sẵn sàng mua hoặc bán với số lượng chào bán và đặt mua theo mức giá yết đưa

ra; yết giá phụ thuộc, giá mà người tạo thị trường tiến hành "yết giá" phụ thuộc vào sự xác nhận của đối tác giao dịch; yết giá có chủ định, trong trường hợp này người tạo thị trường tập trung các nhu cầu giao dịch mà họ đã biết rồi tìm cách thương lượng một giao dịch. Đối với các nhà giao dịch trái phiếu thì nguồn thông tin tốt nhất bao gồm tất cả các mối quan hệ của họ trong hoạt động kinh doanh.

Thứ hai, phân loại theo quá trình luân chuyển vốn. Theo cách tiếp cận này, thị trường trái phiếu bao gồm 2 loại thị trường là thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

- Thị trường sơ cấp. Đây là nơi các trái phiếu của tổ chức phát hành được bán ra lần đầu. Các trái phiếu được phát hành ra công chúng lần đầu tiên được gọi là trái phiếu phát hành mới. Tại thị trường này, giá của trái phiếu là giá phát hành; Việc mua bán trái phiếu trên thị trường này làm tăng vốn cho nhà phát hành. Thông qua việc phát hành trái phiếu trên thị trường sơ cấp, Chính Phủ và doanh nghiệp sẽ có thêm nguồn vốn để tài trợ cho kế hoạch trung và dài hạn của mình; Trên thế giới có các hình thức phát hành trái phiếu như: bảo lãnh phát hành, đấu thầu, đại lý phát hành, phát hành qua tổ hợp ngân hàng đầu tư và bán lẻ. Trong đó phương thức bảo lãnh phát hành và đấu thầu là những hình thức quan trọng (đặc biệt là đối với Chính Phủ trong việc phát hành thường xuyên với khối lượng lớn trái phiếu ra thị trường, từ đó tạo cơ sở để xây dựng một đường cong lãi suất chuẩn).

- Thị trường thứ cấp. Sau khi được phát hành trên thị trường sơ cấp, trái phiếu được giao dịch trên thị trường thứ cấp, đây là nơi các trái phiếu được mua đi bán lại giữa các tổ chức, cá nhân đầu tư với nhau. Điểm khác biệt cơ bản giữa thị trường sơ cấp và thứ cấp là tại thị trường sơ cấp, tổ chức phát hành thu tiền theo từng đợt phát hành, còn tại thị trường thứ cấp thì không như vậy. Việc mua đi bán lại trái phiếu trên thị trường này nhằm mục đích kiếm lợi nhuận do chênh lệch giá của các nhà đầu tư.

Có thể nhận thấy, hai thị trường này có những điểm khác nhau cơ bản về nội dung và mục đích hoạt động, tuy nhiên chúng lại có một mối quan hệ vô cùng mật thiết và hỗ trợ lẫn nhau. Thị trường trái phiếu sơ cấp là cơ sở, tiền đề còn thị trường thứ cấp là động lực. Nếu không có thị trường sơ cấp, trái phiếu sẽ không được phát hành thì thị trường thứ cấp không thể xuất hiện. Ngược lại, nếu không có thị trường thứ cấp, trái phiếu không thể mua bán được dễ dàng và như vậy tính thanh khoản của trái phiếu không có, đồng nghĩa với việc thị trường thứ cấp không thể tồn tại và phát triển được. Chính vì vậy, nếu muốn thị trường trái phiếu hoạt động một cách có hiệu quả, nhất thiết cần phải có sự tồn tại và phát triển song song của cả hai loại thị trường sơ cấp và thứ cấp.

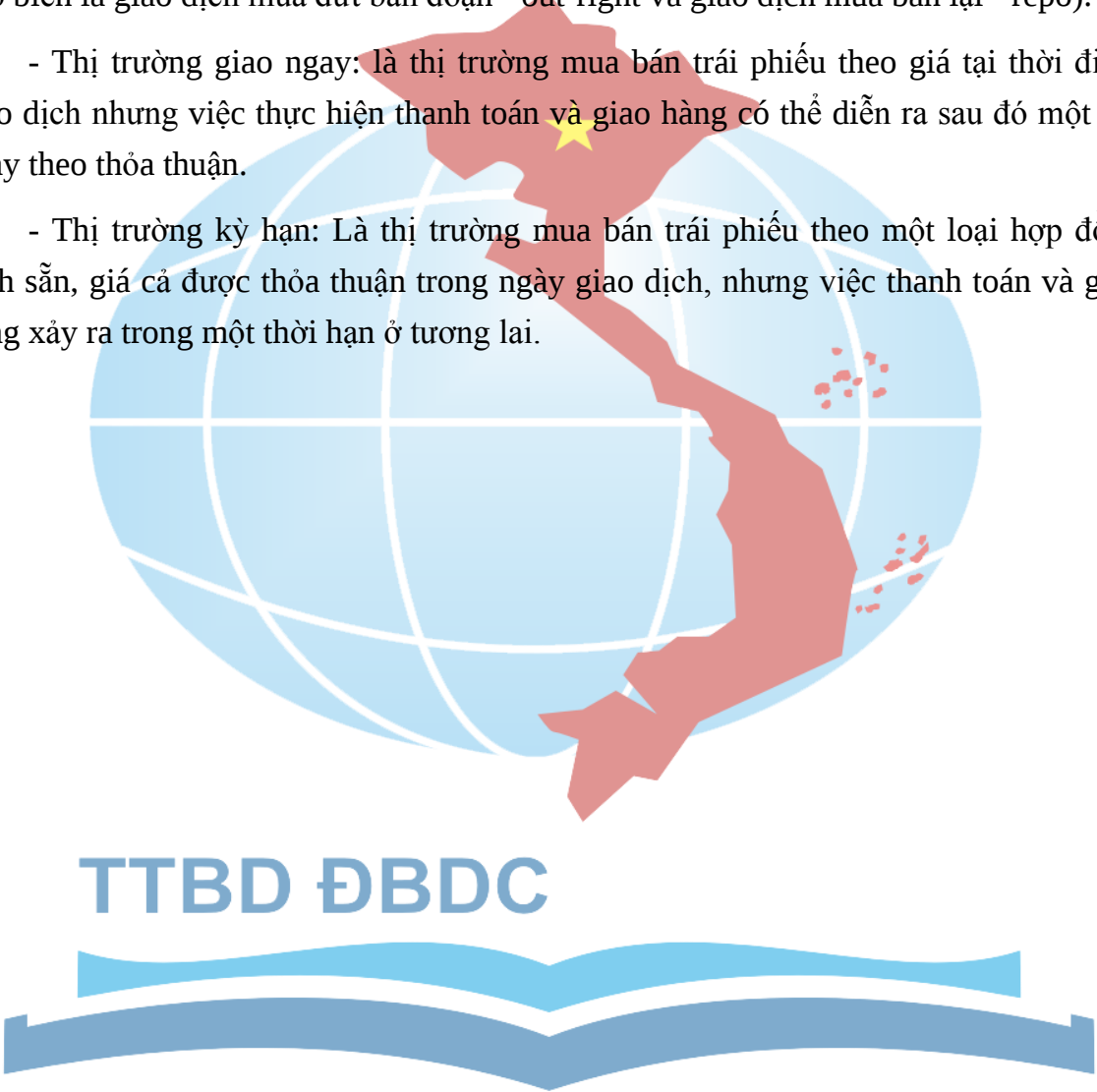
Mục đích cuối cùng của Chính Phủ và doanh nghiệp là phải tăng cường hoạt động huy động vốn trên thị trường sơ cấp vì tại thị trường này vốn mới thực sự vận

động từ người tiết kiệm sang nhà đầu tư (Chính Phủ và doanh nghiệp), còn sự vận động trên thị trường thứ cấp chỉ là tư bản ảo, không tác động trực tiếp tới việc tập trung và tích tụ vốn phục vụ cho phát triển kinh tế.

Thứ ba, bên cạnh đó còn có một số cách phân loại như: (i) Theo tổ chức phát hành gồm: (i) thị trường trái phiếu Chính Phủ, thị trường trái phiếu chính quyền địa phương và thị trường trái phiếu doanh nghiệp; (ii) Theo phương thức giao dịch gồm: thị trường giao ngay và thị trường kỳ hạn (tương ứng với nó là hai hình thức giao dịch phổ biến là giao dịch mua đứt bán đoạn - out-right và giao dịch mua bán lại - repo).

- Thị trường giao ngay: là thị trường mua bán trái phiếu theo giá tại thời điểm giao dịch nhưng việc thực hiện thanh toán và giao hàng có thể diễn ra sau đó một vài ngày theo thỏa thuận.

- Thị trường kỳ hạn: Là thị trường mua bán trái phiếu theo một loại hợp đồng định sẵn, giá cả được thỏa thuận trong ngày giao dịch, nhưng việc thanh toán và giao hàng xảy ra trong một thời hạn ở tương lai.



TTBD ĐBDC