

HỢP NHẤT VÀ HOÁN ĐỔI TRÁI PHIẾU – MỘT BIỆN PHÁP GIÚP NÂNG CAO TÍNH THANH KHOẢN CHO THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

TS. Trần Đức Sinh*

I – Những vấn đề chung về hoán đổi trái phiếu

Hoán đổi trái phiếu là việc phát hành một loại trái phiếu mới dựa trên việc thu hồi một hoặc nhiều loại trái phiếu đang lưu hành trên thị trường. Trái phiếu được phát hành trên cơ sở hợp nhất các trái phiếu đã phát hành được gọi là **trái phiếu hợp nhất**.

Vai trò: Nghiệp vụ hoán đổi trái phiếu hiện được nhiều nước có thị trường trái phiếu phát triển áp dụng nhờ vào những ưu thế sau:

- Hoán đổi trái phiếu là một biện pháp hữu hiệu để **nhANH chóng tái cấu trúc lại kỳ hạn cho các khoản nợ hiện hành (đảo nợ)**. Trong tình hình thị trường phát hành mới có dấu hiệu chững lại, việc giảm khối lượng phát hành hoặc phát hành không thường xuyên sẽ có ảnh hưởng không tốt và làm giảm tính thanh khoản của thị trường. Để hạn chế tác động tiêu cực của việc giảm phát hành, Chính phủ có thể thực hiện việc phát hành trái phiếu mới trên cơ sở thu hồi các trái phiếu đang lưu hành. Trên thực tế, việc hoán đổi trái phiếu này không làm phát sinh luồng tiền mặt mà chỉ là sự hoán chuyển các trái phiếu thanh khoản kém bằng các trái phiếu mới phát hành với thời gian đáo hạn và lãi suất phù hợp hơn, từ đó tạo điều kiện cho hoạt động giao dịch thứ cấp sôi nổi hơn. Chính vì ưu thế này mà hoán đổi trái phiếu được xem là một hoạt động thường xuyên, được lên kế hoạch cụ thể trong lịch biểu phát hành trái phiếu Chính phủ thường niên của nhiều quốc gia trên thế giới.

- Hoán đổi trái phiếu giúp **củng cố nhanh khối lượng của các trái phiếu làm chuẩn cho thị trường** trong điều kiện việc phát hành theo lịch biểu thường lệ không đáp ứng được nhu cầu về khối lượng phát hành cần thiết đối với các trái phiếu chuẩn. Trong trường hợp này, việc hoán đổi trái phiếu sẽ giúp tăng tính thanh khoản của các trái phiếu chuẩn và đặc biệt phát huy hiệu quả trong tình hình phát hành có dấu hiệu đi xuống.

- Hoán đổi trái phiếu cũng giúp **tập trung hoạt động giao dịch thứ cấp vào những loại trái phiếu cơ bản trên đường cong lãi suất** bằng cách giảm lượng trái phiếu hiện hành có khối lượng phát hành nhỏ, lãi định kỳ cao và kém thanh khoản, hợp nhất các trái phiếu này lại thành một loại trái phiếu có khối lượng phát hành lớn hơn, có lãi định kỳ phù hợp hơn và thanh khoản cao hơn. Về lâu dài, sử dụng biện pháp mở rộng tính thanh khoản này có thể giúp Chính phủ giảm được chi phí lãi vay và nâng cao tính hiệu quả của thị trường vốn.

- Hoán đổi trái phiếu có thể được sử dụng như là **một công cụ quản lý tiền mặt**, giúp giảm rủi ro tái tài trợ thông qua việc thu hồi các trái phiếu sắp đến thời gian đáo hạn (các trái phiếu sắp đến hạn thường có độ nhạy cảm giá cao, gây hiệu ứng dây chuyền không tốt cho thị trường) và tạo nên một tổ hợp thời gian đáo hạn uyển chuyển hơn theo thực tế cung – cầu trái phiếu trên thị trường.

Rủi ro liên quan: rủi ro cơ bản nhất xuất phát từ tình hình biến động của giá trái phiếu từ thời điểm ra thông báo cho đến khi hoàn tất việc hoán đổi (rủi ro thị trường). Ngoài ra còn có một số rủi ro phát sinh do hoán đổi không thành công như trái phiếu phát hành mới trên cơ sở thu hồi trái phiếu cũ vẫn không thanh khoản cao hơn, hiệu quả hoán đổi không cao do chi phí thu hồi quá cao (do phải trả giá cao hơn để thu hồi trái phiếu) và đôi khi có thể xảy ra tình trạng thiếu hụt cho ngân sách khi khối lượng phát hành mới thấp hơn khối lượng trái phiếu thu hồi trước đó.

Phương thức thực hiện hoán đổi trái phiếu:

Hoán đổi trái phiếu có thể được thực hiện theo hai phương thức sau:

1. Hoán đổi theo tỷ lệ ấn định trước:

Theo phương thức này, tỷ lệ hoán đổi được tính từ giá trái phiếu giao dịch trên thị trường hoặc theo phương pháp nội suy, tỷ lệ này có thể được điều chỉnh cho phù hợp với tình hình thực tế trước khi công bố ra công chúng. Các điều kiện hoán đổi được xây dựng trên nguyên tắc hạn chế việc thao túng giá, đảm

bảo phản ánh được điều kiện thực tế của thị trường và lợi ích của người đầu tư trong quá trình chuyển từ trái phiếu thanh khoản kém sang trái phiếu có tính thanh khoản cao hơn.

Ở một số nước, việc hoán đổi theo tỷ lệ ấn định trước có thể được thực hiện trên cơ sở thỏa thuận. Dựa trên hệ thống giao dịch thỏa thuận, cơ quan phụ trách phát hành trái phiếu Chính phủ sẽ thỏa thuận với người đầu tư dựa trên đặc tính của trái phiếu sẽ được hoán đổi và chiến lược đầu tư cũng như nhu cầu của các đối tác tham gia hoán đổi trái phiếu.

2. Hoán đổi thông qua đấu giá: có 2 hình thức

- *Đấu giá mua lại trái phiếu cũ và đấu giá phát hành trái phiếu mới:* hoán đổi trái phiếu được thực hiện thông qua 2 cuộc đấu giá tách biệt được tổ chức trong cùng một ngày. Thường buổi đấu giá mua lại cách buổi đấu giá phát hành mới khoảng từ 30 phút đến 2 tiếng, giá hình thành từ các cuộc đấu giá này là cơ sở cho việc tính toán tỷ lệ chuyển đổi và chênh lệch phải thanh toán.

- *Đấu giá chuyển đổi:* Việc hoán đổi trái phiếu được thực hiện thông qua một cuộc đấu giá duy nhất. Giá thu hồi và tổng số lượng trái phiếu cũ dự kiến thu hồi được công bố trước cuộc đấu giá. Các thành viên đấu thầu trái phiếu sẽ gửi lệnh tham gia đấu giá trong đó bao gồm số lượng trái phiếu cũ chào bán và giá đặt mua đối với trái phiếu mới phát hành. Kết quả đấu thầu được xác định dựa trên nguyên tắc cạnh tranh giá đặt mua trái phiếu mới với số lượng tương ứng với số lượng trái phiếu cũ chào bán. Một số nước áp dụng giá trúng thầu thống nhất cho toàn bộ thành viên trúng thầu, tuy nhiên một số nước lại áp dụng mức giá đặt mua của mỗi thành viên là mức giá trúng thầu cho thành viên đó.

Vấn đề thanh toán:

Hiện nay, việc thanh toán các khoản chênh lệch phát sinh trong các cuộc đấu giá hoán đổi trái phiếu được tính theo nhiều phương thức khác nhau:

- *Thanh toán chênh lệch giữa giá thu hồi trái phiếu cũ và giá trúng thầu trái phiếu mới:* theo phương pháp này, số lượng trái phiếu mới phát hành bằng với số lượng trái phiếu cũ thu hồi, do vậy số tiền phải thanh toán là chênh lệch giá phát sinh, số trái phiếu mới phát hành phải chuyển giao cho các thành viên trúng thầu bằng với số trái phiếu thu hồi.

- *Không thanh toán chênh lệch bằng tiền:* theo phương pháp này, sẽ không có việc

thanh toán tiền, chênh lệch giá phát sinh sẽ được xử lý theo hướng điều chỉnh số lượng trái phiếu phát hành mới. Cụ thể, số lượng trái phiếu phát hành mới chuyển giao cho các thành viên trúng thầu sẽ bằng số lượng trái phiếu thu hồi nhân với tỷ lệ giữa giá thu hồi và giá phát hành mới (giá trúng thầu).

Những vấn đề cần lưu ý:

- Kế hoạch thu hồi trái phiếu trên thị trường cần gắn với kế hoạch cân đối ngân sách, kế hoạch cung tiền mặt và chính sách điều hành lãi suất.

- Phải cân nhắc giữa chi phí thu hồi trái phiếu (với một mức giá cao hơn) và chi phí trả lãi cao trong thời gian dài.

- Theo các nghiên cứu về hiệu quả của việc áp dụng nghiệp vụ hoán đổi trái phiếu tại các nước có thị trường nợ phát triển, thay đổi trong cung trái phiếu chỉ có tác động ngắn hạn đến lợi suất trái phiếu, không có ảnh hưởng đáng kể trong dài hạn.

- Để tránh tình trạng thao túng giá trái phiếu trong các cuộc đấu giá hoán đổi trái phiếu, trái phiếu mới phát hành dùng để hoán đổi với trái phiếu cũ phải được phát hành thông qua các cuộc đấu giá phát hành thông thường ít nhất một lần trước khi tiến hành đấu giá hoán đổi.

- Các trái phiếu hoán đổi với nhau phải trong cùng một nhóm thời gian đáo hạn (ngắn hạn, trung hạn, dài hạn). Việc hợp nhất nhiều loại trái phiếu đã phát hành thành một trái phiếu mới cũng phải đáp ứng những yêu cầu đồng bộ về thời gian đáo hạn, cách thức thanh toán lãi, lãi suất...

II – Khả năng ứng dụng nghiệp vụ hoán đổi trái phiếu nhằm cải thiện tình hình thanh khoản cho thị trường trái phiếu Việt Nam:

Trên thị trường sơ cấp, đối với cùng một loại kỳ hạn, có quá nhiều đợt phát hành với khối lượng nhỏ trong một năm, điều này không những gây khó khăn cho khâu quản lý và thanh toán nợ mà còn phân tán lượng vốn đầu tư trong xã hội, và hạn chế khả năng phát sinh giao dịch thứ cấp. Bên cạnh đó, số lượng chủ thể tham gia vào các phương thức phát hành còn hạn chế, mỗi đợt phát hành trung bình chỉ có 3-5 đơn vị tham gia, đây là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng thiếu hụt cả Cung và Cầu cho thị trường thứ cấp.

Trên thị trường thứ cấp, hoạt động giao dịch trái phiếu Chính phủ diễn ra không thường xuyên. Mặc dù trong năm 2003,

Trung tâm Giao dịch Chứng khoán đã áp dụng nhiều biện pháp để đẩy mạnh giao dịch trái phiếu như không áp dụng biên độ dao động giá trong ngày giao dịch, không giới hạn tỷ lệ nắm giữ trái phiếu... nhưng kết quả giao dịch mới chỉ đạt được ở mức khiêm tốn. Sang năm 2004, tình hình giao dịch trái phiếu khả quan hơn với khối lượng giao dịch trong 5 tháng đầu năm cao gấp 2,3 lần cả năm 2003. Chính việc áp dụng nghiệp vụ Repo (hợp đồng bán lại) của các thành viên đấu thầu trái phiếu Chính phủ (đặc biệt là của Công ty chứng khoán Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn) đã góp phần chính yếu cải thiện tình hình giao dịch cho trái phiếu chính phủ (Bảng thống kê). Tuy nhiên, nếu xét trên phương diện tổng giá trị giao dịch so với tổng giá trị niêm yết thì tỷ lệ này không có thay đổi đột biến: năm 2003 là 21,67% và 5 tháng đầu năm 2004 là 35,87%. Hơn nữa, hiện vẫn còn 70 trái phiếu trên tổng số 140 trái phiếu Chính phủ được niêm yết chưa có giao dịch thứ cấp. Đối với đa số trái phiếu có giao dịch, vòng quay của trái phiếu thường dừng lại sau một lần được giao dịch từ thành viên mua sơ cấp, nhu cầu giao dịch thứ cấp gần như không tồn tại.

Tình hình giao dịch thưa thớt trên thị trường thứ cấp cho thấy các nhà đầu tư ít quan tâm đến trái phiếu. Điều này có thể lý giải như sau:

- Giao dịch trái phiếu đòi hỏi một lượng vốn lớn, điều này chỉ thích hợp với các nhà đầu tư có tổ chức, trong khi thị trường của ta đang rất ít nhà đầu tư có tổ chức cũng như không có các nhà tạo lập thị trường trái phiếu.

- Đối với các thành viên đấu thầu, việc mua trái phiếu chủ yếu phục vụ cho mục đích nắm

giữ dài hạn. Thời gian qua, trong bối cảnh lãi suất biến động theo xu hướng tăng dần, thêm vào đó việc hàng loạt loại trái phiếu mới có lãi suất hấp dẫn hơn được liên tục phát hành đã làm cho khả năng bán lại trái phiếu ngày càng trở nên khó khăn hơn.

- Các hạn chế của thị trường sơ cấp như đã trình bày ở trên đã có tác động không nhỏ đến tính thanh khoản của thị trường thứ cấp. Như phản ứng dây chuyền, thị trường thứ cấp kém thanh khoản đã làm cho loại hàng hóa này không nằm trong các loại hình đầu tư ưu tiên đối với người đầu tư cá nhân cũng như các tổ chức kinh tế tạm thời có tiền nhàn rỗi.

Như vậy, vấn đề cốt lõi trong việc nâng cao tính thanh khoản cho thị trường trái phiếu Chính phủ là phải cải thiện, đa dạng hóa hình thức phát hành song song với việc thành lập hệ thống các nhà tạo lập thị trường và nhà đầu tư có tổ chức đặc biệt là các quỹ đầu tư.

Khả năng ứng dụng nghiệp vụ hoán đổi trái phiếu nhằm cải thiện tính thanh khoản cho thị trường nợ Việt Nam:

Như đã trình bày ở trên, thị trường trái phiếu Việt Nam hiện còn rất nhỏ tuy nhiên lại bị chia xẻ quá nhiều. Hoán đổi trái phiếu có thể là một biện pháp tốt để củng cố lại thị trường, tạo nên một thị trường nợ tập trung và thanh khoản cao hơn. Những ưu điểm của việc áp dụng nghiệp vụ hoán đổi trái phiếu được phân tích thông qua ví dụ sau:

Ví dụ: hiện trên thị trường có 5 loại trái phiếu kỳ hạn 5 năm do Kho bạc Nhà nước phát hành trong Quý IV/2001 chưa có giao dịch thứ cấp với tổng giá trị theo mệnh giá là 403 tỷ đồng, lãi suất thanh toán lãi định kỳ vào cuối kỳ là 7,35%/ năm, nếu dựa trên dòng tiền của trái phiếu này để phát hành một loại

Thống kê về hoạt động giao dịch trái phiếu Chính phủ trên TTGDCK TP.HCM

Năm	Giao dịch khớp lệnh		Giao dịchthỏa thuận		Tổng Giao dịch		Giá trị niêm yết trong năm (1.000đ)
	Khối lượng (trái phiếu)	Giá trị (1.000đ)	Khối lượng (trái phiếu)	Giá trị (1.000đ)	Khối lượng (trái phiếu)	Giá trị (1.000đ)	
2000	390	39.206	-	-	390	39.206	1.100.000.000
2001	3.040	306.022	559.000	57.842.300	562.040	58.148.322	1.631.633.000
2002	4.730	449.082	1.205.820	113.536.618	1.210.550	113.985.700	1.382.000.000
2003	8.720	873.990	24.730.820	2.463.312.051	24.739.540	2.464.186.041	7.256.000.000
2004 (31/5)	10.370	1.079.244	57.283.080	5.862.445.274	57.293.450	5.863.524.518	4.975.700.000
Tổng cộng	27.250	2.747.544	83.778.720	8.497.136.244	83.805.970	8.499.883.788	16.345.333.000

Nguồn: Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM

trái phiếu hợp nhất vào Quý IV năm nay (2004) có thời gian đáo hạn 5 năm, lãi suất trong khoảng 7,7% - 8,4%/ năm (lãi suất trái phiếu 2 năm và 5 năm hiện nay) sẽ thu hút được người đầu tư bán lại các trái phiếu cũ để đổi lấy trái phiếu mới.

Giả sử vào ngày 30/11/2004, Kho bạc quyết định tổ chức đấu thầu theo hình thức **đấu giá chuyển đổi** để thực hiện hoán đổi 5 loại trái phiếu cũ nêu trên (trong đó có trái phiếu CP1_1101 ngày phát hành 29/11/2001, số lượng trái phiếu lưu hành là 1.030.000 trái phiếu) với các chi tiết sau:

- **Giá thu hồi ấn định** đối với trái phiếu CP1_1101 là **99.400 đồng/ trái phiếu** (giá vào ngày 30/11/2004 tính theo phương pháp chiết khấu với lãi suất 2 năm là 7,7%/ năm là 99.373 đồng/ trái phiếu).

- **Đấu thầu phát hành trái phiếu hợp nhất** theo hình thức **bán bằng mệnh giá (100.000 đồng/ trái phiếu)**, lãi suất trúng thầu (cũng là lãi suất coupon) là **8,4%/ năm**.

- Áp dụng phương pháp không thanh toán chênh lệch bằng tiền, **tổng số trái phiếu mới được phát hành để thay thế cho trái phiếu CP1_1101 là:**

$$1.030.000 \text{ TP} \times (99.400\text{đ}/100.000\text{đ}) = \mathbf{1.023.820 \text{ TP}}$$

- Giả sử 4 loại trái phiếu còn lại cũng có giá thu hồi ấn định là 99.400 đồng (thực ra, do ngày phát hành của 4 loại trái phiếu này khác nhau nên giá vào ngày 30/11/2004 của 4 loại này cũng sẽ khác nhau, tuy nhiên chênh lệch không nhiều). Tổng số trái phiếu mới phát hành để thay thế cho 5 loại trái phiếu cũ là:

$$4.030.000 \text{ TP} \times (99.400\text{đ}/100.000\text{đ}) = \mathbf{4.005.820 \text{ TP}}$$

(400,582 tỷ đồng)

Như vậy, với các chi tiết hoán đổi như trên, cả nhà đầu tư và chính phủ đều có lợi:

- *Đối với các tổ chức đầu tư:* nhờ hoán đổi trái phiếu mà các tổ chức này có cơ hội chuyển những khoản đầu tư không hiệu quả (lãi coupon thấp và không có cơ hội giao dịch) thành một loại trái phiếu mới có tính thanh khoản cao hơn hẳn (các trái phiếu 5 năm phát hành từ đầu năm 2004 đến nay có giao dịch thứ cấp khá thường xuyên, hơn nữa với khối lượng phát hành lớn và do nhiều bên đầu tư nắm giữ, khả năng xuất hiện nhu cầu giao dịch cũng sẽ cao hơn).

- *Đối với Chính phủ:* việc hoán đổi trái phiếu này giúp kéo dài thời gian đáo hạn của khoản

nợ hiện hành từ 2 năm lên 5 năm. Trong điều kiện cần tập trung nguồn vốn lớn cho đầu tư phát triển như hiện nay, việc đảo nợ này có ý nghĩa rất quan trọng, nếu tính toán hợp lý, Chính phủ có thể tiết kiệm được ngân sách dùng để trả lãi vay và vốn gốc. Bên cạnh đó, việc duy trì được một thị trường sơ cấp vận hành trôi chảy và một thị trường thứ cấp tập trung hơn, có tính thanh khoản cao hơn sẽ tạo điều kiện cho thị trường phát hành thành công hơn, thu hút được nhiều vốn nhàn rỗi hơn vào công cuộc đầu tư phát triển đất nước.

Những hạn chế:

Việc áp dụng phương pháp đấu giá bán trái phiếu bằng mệnh giá như hiện nay sẽ tạo ra một số hạn chế cho hoạt động hoán đổi trái phiếu:

- Do lãi suất trúng thầu cũng là lãi suất thanh toán định kỳ (lãi coupon), các thành viên tham gia đấu thầu để hoán đổi trái phiếu có xu hướng bỏ thầu lãi suất ở mức cao nhất có thể, như ví dụ nêu trên, mức lãi suất trần đối với trái phiếu hợp nhất Bộ Tài chính có thể chấp nhận được là lãi suất trái phiếu có cùng thời hạn hiện đang được phát hành theo phương pháp phát hành thông thường. Như vậy, lãi vay ngân sách phải trả trong 2 năm đầu của trái phiếu hợp nhất sẽ cao hơn so với mức lãi của các trái phiếu đã thu hồi. Trong trường hợp này, các bên tham gia đấu thầu phát hành trái phiếu hợp nhất thông qua hoán đổi sẽ có lợi thế tuyệt đối.

- Bên cạnh đó, nếu hình thức đấu giá trái phiếu được đưa vào áp dụng cho đấu thầu bán lại trái phiếu, giá mua lại trái phiếu sẽ có tính cạnh tranh hơn và giúp cho các trái chủ tham gia một cách chủ động hơn.

Kết luận

Hoán đổi trái phiếu là một nghiệp vụ được áp dụng thường xuyên tại các nước có thị trường trái phiếu phát triển nhằm nhanh chóng khắc phục những mất cân đối trong cấu trúc kỳ hạn các khoản nợ và những khiếm khuyết của thị trường. Đối với Việt Nam, mặc dù tổng nợ phát hành ra công chúng hiện hành chưa nhiều nhưng đang và sẽ gia tăng với tốc độ cao nhằm cung ứng vốn cho nhu cầu phát triển đất nước, hoán đổi trái phiếu có thể là biện pháp hữu hiệu để giải quyết một số bất cập trong khâu phát hành và từ đó giúp nâng cao tính thanh khoản cho thị trường giao dịch thứ cấp, tạo điều kiện cho việc phát triển các phân khúc khác của thị trường nợ như nợ chính quyền địa phương và nợ công ty ■