

HUY ĐỘNG VÀ SỬ DỤNG HIỆU QUẢ VỐN PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

ThS. Nguyễn Anh Tùng*

Để đưa Việt Nam gia nhập những nước công nghiệp hóa vào năm 2020 như Nghị quyết Đại hội Đảng toàn quốc lần X đã đề ra, Việt Nam cần phải duy trì tốc độ phát triển GDP hàng năm từ 7% - 8%. Với ICOR dao động trong khoảng từ 4,0 - 4,5, chỉ tính trong giai đoạn 2001 - 2010 thì nhu cầu vốn đầu tư của toàn bộ nền kinh tế phải đạt khoảng 180 tỷ - 200 tỷ USD, trong đó tỷ trọng nguồn vốn từ bên ngoài chiếm 40% - 45%, còn lại được huy động từ nguồn vốn trong nước (chiếm 55% - 60%). Từ năm 2000 khi Luật doanh nghiệp ra đời với những thủ tục đầu tư đơn giản, đã tạo điều kiện cho thành phần kinh tế tư nhân phát triển mạnh mẽ. Vốn đầu tư từ khu vực kinh tế tư nhân trong nước ngày càng phát triển cả về số lượng lẫn chất lượng và đóng vai trò vô cùng quan trọng trong phát triển kinh tế của đất nước. Tuy nhiên, đối với nền kinh tế Việt Nam có tính chất như đã được Đại hội Đảng X xác định: nền kinh tế thị trường theo định hướng Xã Hội Chủ Nghĩa, nên đầu tư trong nước từ nguồn vốn ngân sách nhà nước (NSNN) chủ yếu vẫn chiếm đa số nhằm giúp thành phần kinh tế nhà nước giữ vai trò chủ đạo.

Để đạt mục tiêu này, lượng vốn đầu tư hàng năm từ ngân sách nhà nước vào nền kinh tế là rất lớn. Trong khi, nguồn thu ngân sách nhà nước từ thuế và phí còn yếu và chủ yếu để đảm

bảo nhu cầu chi tiêu thường xuyên nhằm duy trì bộ máy Nhà nước, chi cho giáo dục, y tế, phúc lợi xã hội thì nhà nước cần phải huy động vốn từ nhiều kênh khác nhau. Trong đó, huy động vốn từ việc phát hành trái phiếu chính phủ (TPCP) là kênh huy động vốn quan trọng nhất và kênh chủ yếu hiện nay của Việt Nam (các kênh khác như tăng thu từ thuế, chẳng hạn như dự kiến tăng thuế thu nhập cá nhân vừa qua đã bị dư luận xã hội không đồng tình, trong khi nguồn thu từ thuế xuất nhập khẩu có nguy cơ bị giảm do cam kết mở cửa thị trường trong nước khi Việt Nam gia nhập WTO).

Tuy nhiên, huy động đủ vốn từ TPCP để đầu tư vào các công trình lớn, trọng điểm quốc gia theo định hướng phát triển kinh tế - xã hội đã được đề ra đang là một bài toán khó. Trước tình hình đó, trên cơ sở nghiên cứu công tác phát hành TPCP trong thời gian qua, tôi xin đề xuất các giải pháp cải tiến công tác huy động vốn từ TPCP¹. Các giải pháp này được phân thành ba nhóm với nội dung như sau:

1. Nhóm giải pháp phát hành TPCP:

- Thứ nhất: Cần phi tập trung hóa đầu mối phát hành TPCP để nâng cao khả năng huy động vốn cho đầu phát triển.

Đối với trái phiếu đầu tư, nên chuyển giao cho Quỹ Hỗ trợ Phát triển (cuối tháng 5/2006 vừa qua Thủ tướng Chính phủ đã ra quyết

định chuyển đổi mô hình hoạt động thành ngân hàng hỗ trợ đầu tư phát triển). Với việc chuyển đổi hình thức hoạt động này, việc huy động vốn cho đầu tư phát triển phục vụ các chương trình kinh tế - xã hội của đất nước đã không hoàn toàn trông chờ vào “bầu sữa ngân sách” và hiệu quả hoạt động của các chương trình này đã bước đầu theo cơ chế thị trường (tất nhiên vẫn có sự chỉ đạo, định hướng của nhà nước).

Đồng thời, Chính phủ cần từng bước thực hiện chính sách phi tập trung hóa tài chính theo hướng mở rộng quyền chủ động cho các địa phương trong việc phát hành trái phiếu đầu tư phục vụ các công trình đầu tư vào hạ tầng kỹ thuật - xã hội của địa phương.

Tuy nhiên, theo Luật NSNN, quyền chủ động phát hành trái phiếu để huy động vốn ở các địa phương còn hạn chế, việc huy động vốn vay trực tiếp với nước ngoài thì hoàn toàn nghiêm cấm. Do đó, Chính phủ cần mở rộng quyền tự chủ ngân sách của các địa phương trên cơ sở thiết lập khuôn khổ pháp lý cũng như cơ chế giám sát, kiểm tra của Chính phủ đối với các khoản nợ vay của chính quyền địa phương, đồng thời nâng cao năng lực quản lý, tăng cường tính minh bạch, trách nhiệm cá nhân đối với các khoản nợ vay do chính quyền địa phương thực hiện.

- Thứ hai: Cần xây dựng kế hoạch và lịch biểu phát hành TPCP.

Tổng cty thương mại Sài Gòn-Satra ()*

Dựa trên nhu cầu tài chính của Chính phủ, Bộ tài chính thông báo lịch biểu phát hành trái phiếu dài hạn của năm tài khóa, song song với việc đó là phát hành các công cụ nợ ngắn hạn (tín phiếu kho bạc) để đáp ứng yêu cầu thanh khoản ngắn hạn cho thị trường vốn. Vì chênh lệch giữa giá chào mua và giá chào bán thấp, do đó nâng cao tính thanh khoản của thị trường.

Đấu giá định kỳ theo lịch biểu cũng tạo điều kiện cho các nhà đầu tư có điều kiện chuẩn bị đủ vốn để mua các chứng khoán mới phát hành.

● Thứ ba: Về thời hạn TPCP.

Cần tiếp tục đa dạng hóa các kỳ hạn TPCP như: 1 năm, 2 năm, 3 năm, 4 năm, 10 năm, 15 năm,... đồng thời cần phải nâng dần thời hạn của TPCP, vì có như vậy mới tạo điều kiện thuận lợi cho NSNN trong việc sử dụng vốn và bố trí nguồn trả nợ.

Trước mắt chủ yếu phát hành TPCP kỳ hạn 5-10 năm, sau khi TTCK đã phát triển và hoạt động ổn định thì lúc này chủ yếu phát hành trái phiếu loại trung và dài hạn từ 10 năm trở lên.

Vấn tiếp tục phát hành tín phiếu kho bạc (thời hạn dưới 1 năm) thông qua đấu thầu tại NHNN; vì đây không chỉ là nguồn vốn huy động vào NSNN mà còn là hàng hóa để Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thực hiện nghiệp vụ thị trường mở góp phần vào việc thực hiện chính sách tiền tệ.

● Thứ tư: giải pháp trái phiếu kèm quyền mua nhà đất.

Đây là hình thức huy động vốn mang tính khả thi và hấp dẫn

để đáp ứng trước nhu cầu về vốn cho việc xây dựng các khu dân cư và khu quy hoạch đô thị hiện nay. Đứng trước nhu cầu về nhà ở hiện đang ngày càng gia tăng, nhất là tại các khu đô thị, thì việc áp dụng hình thức chuyển đổi trên là cần thiết. Mặt khác, nghiệp vụ này có thể tạo được sức hấp dẫn đối với nguồn vốn nhàn rỗi tồn đọng rất lớn trong dân dưới dạng vàng hoặc ngoại tệ mạnh, khi mà công chúng chưa có thói quen đầu tư mạo hiểm tại thị trường Việt Nam, do tâm lý sợ sự trượt giá của đồng tiền Việt Nam.

Cụ thể như hiện nay, Nhà nước đang có chủ trương xây dựng nhà bán cho người có thu nhập thấp, nhưng việc triển khai còn rất chậm do nhiều nguyên nhân; trong đó có nguyên nhân thiếu vốn để thực hiện dự án. Do vậy, việc phát hành trái phiếu kèm quyền mua nhà đất cần phải được áp dụng ngay nhằm kích thích người dân tiết kiệm tiền bằng cách mua TPCP và Nhà nước thì có vốn để triển khai thực hiện dự án nhà ở cho người có thu nhập thấp.

● Thứ năm: Cần huy động vốn nước ngoài bằng phát hành TPCP ra thị trường vốn quốc tế.

Việc phát hành TPCP không chỉ mở ra một kênh mới để huy động vốn quốc tế phục vụ đầu tư phát triển của đất nước ngoài các kênh truyền thống xưa nay như ODA, FDI hay kiều hối, mà nó còn là một dấu hiệu cho thấy thị trường tài chính Việt Nam đã đủ lớn mạnh để tham gia vào cuộc chơi toàn cầu. Ngoài ra, việc phát hành TPCP ra thị trường vốn quốc tế còn giúp Chính phủ nhận

biết được hệ số tín nhiệm của quốc gia thông qua kết quả lãi suất trái phiếu được phát hành. Để từ đó có chính sách điều tiết, quản lý lãi suất trong nước cho phù hợp. Đồng thời đây cũng là giải pháp giúp thành lập điểm đầu tiên trong việc hình thành đường cong lãi suất giúp các doanh nghiệp lớn trong nước tham khảo để phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường vốn quốc tế.

2. Giải pháp phát triển thị trường TPCP:

- Cần xây dựng chính sách và triển khai một cách khả thi để củng cố và phát triển thị trường TPCP tạo ra lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu.

TPCP là loại chứng khoán ít rủi ro nhất và do đó có lãi suất thấp nhất trên thị trường. Lãi suất TPCP là cơ sở để hình thành lãi suất của các loại chứng khoán có giá trị khác trên TTCK. Mối quan hệ giữa lãi suất TPCP với các loại lãi suất khác trên thị trường được biểu hiện ở công thức:

Lãi suất của CK cần tính = Lãi suất TPCP + Phí thưởng rủi ro (risk premium).

- Hoàn thiện khung pháp lý cho việc phát hành, niêm yết, giao dịch trái phiếu.

Khung luật pháp về thị trường trái phiếu cần được hoạch định như một bộ phận trong một tổng thể thống nhất của thị trường vốn, TTCK. Theo đó, cần rà soát, sửa đổi bổ sung kịp thời những nội dung còn thiếu sót, tồn tại và chưa hợp lý của các văn bản pháp luật hiện hành. Bên cạnh đó, cần đồng bộ hóa các quy định trong

các văn bản có liên quan như Luật doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật kế toán – kiểm toán... phù hợp mục tiêu xây dựng và phát triển thị trường vốn.

- Trung tâm giao dịch chứng khoán với chức năng tạo môi trường cho các trái phiếu được mua đi bán lại một cách thuận lợi và định giá cho các trái phiếu phát hành ở thị trường sơ cấp. Do đó, cần phải tiêu chuẩn hóa các TPCP về tên của các trái phiếu và phương pháp thanh toán lãi suất, đồng thời cần phát triển và hoàn thiện hệ thống công bố thông tin cho nhà đầu tư.

- Xây dựng đề án trái phiếu giao dịch tại thị trường OTC. Do những khuyết điểm về bản chất của thị trường giao dịch tập trung, giao dịch của các loại TPCP được thực hiện chủ yếu trên thị trường OTC. Do đó, việc xây dựng thị trường OTC để tạo điều kiện các nhà đầu tư giao dịch TPCP cũng như các loại chứng khoán có giá khác là công việc cấp bách hiện nay.

- Linh động thực hiện nhiều cách phát hành khác nhau như: phương thức đấu thầu qua thị trường giao dịch chứng khoán tập trung và phương thức bảo lãnh phát hành (áp dụng đấu thầu kiểu Anh); phương thức phát hành trực tiếp qua hệ thống kho bạc...

- Phát triển các tổ chức trung gian, phụ trợ: Hiện nay ở Việt Nam mới chỉ hình thành một số công ty chứng khoán với tiềm lực tài chính còn hạn chế, kinh nghiệm hoạt động kinh doanh chưa nhiều, chưa đáp ứng yêu cầu là cầu nối và động lực để thúc đẩy TTCK phát triển. Do đó, cần phải có một khuôn khổ

pháp lý rõ ràng để điều chỉnh hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian, phụ trợ.

- Nâng cao vai trò và hiệu quả trong phối hợp của các cơ quan quản lý thị trường trái phiếu như Bộ Tài chính, NHNN, UBCKNN, Trung tâm Giao dịch chứng khoán.

- Cần xây dựng lộ trình phù hợp trong việc hình thành TTCK ở Việt Nam: trong đó, giai đoạn đầu chú trọng tăng cung hàng hóa cho thị trường, giai đoạn hai chú trọng tăng cầu chứng khoán, giai đoạn ba sẽ chú ý vào tính hiệu quả của thị trường trong phát hành trái phiếu.

3. Giải pháp về quản lý và sử dụng vốn đầu tư từ nguồn phát hành TPCP:

- Xác định cơ cấu đầu tư vốn từ nguồn phát hành TPCP hợp lý. Cần phải quán triệt nguyên tắc, vốn đầu tư từ NSNN (thu từ phát hành TPCP) chỉ là vốn môi để kích thích và huy động các nguồn vốn khác cùng thực hiện dự án. Về lâu dài, việc nhà nước phát hành TPCP không chỉ là giải pháp huy động vốn tài trợ cho các dự án đầu tư phát triển mà còn là chính sách điều tiết cung cầu tiền tệ giúp ổn định thị trường tiền tệ và lãi suất trong nước.

- Nâng cao hiệu quả sử dụng vốn từ các dự án được tài trợ bằng nguồn phát hành TPCP:

Cần phải xác định rằng TPCP là nguồn vốn có chi phí rẻ nhất (do có lãi suất thấp nhất) nhưng điều đó không có nghĩa là nó được sử dụng thoải mái vào các dự án mà không cần quan tâm tới hiệu quả kinh tế – xã hội (vì được quan niệm rằng việc trả nợ

đã có NSNN chi). Để thay đổi quan điểm sai trái này, khi tiến hành triển khai thực hiện bất kỳ dự án đầu tư phát triển nào, chính phủ cần phải quan tâm tới hiệu quả tài chính của dự án (suất chiết khấu và tỷ lệ sinh lời nội tại – IRR của dự án phải lớn lãi suất phát hành TPCP). Đối với các dự án kinh tế xã hội, khó xác định lợi ích tài chính, thì cần phải xác định lợi ích xã hội của dự án. Lợi ích này phải lớn hơn tổng mức đầu tư đã bỏ ra để thực hiện dự án.

Tóm lại, việc thực hiện một dự án phải trên cơ sở lợi ích lâu dài của chính dự án chứ không phải dựa trên một chủ trương hay nghị quyết của cấp có thẩm quyền nào.

- Phải quản lý chặt chẽ việc thực hiện các dự án từ nguồn phát hành TPCP đặc biệt là đối với lĩnh vực đầu tư XDDB. Trong thời gian qua, việc thất thoát vốn trong đầu tư XDDB đã gây bức xúc lớn trong dư luận xã hội, đặc biệt là vụ tham nhũng tập thể tại PMU18. Nếu không có biện pháp chấn chỉnh công tác quản lý các dự án đầu tư xây dựng, sẽ ảnh hưởng rất lớn đến việc huy động vốn không chỉ đối với nguồn vốn trong nước mà còn đối với các nguồn vốn nước ngoài như ODA, FDI hay phát hành TPCP ra nước ngoài (có thể Chính phủ vẫn huy động được khối lượng vốn cần thiết nhưng phải trả giá với lãi suất cao hơn!)■

CHÚ THÍCH

¹ Trong khuôn khổ bài báo này, chỉ tóm tắt các giải pháp chính, là kết quả mà tác giả đã nghiên cứu trong thời gian qua.