

# Thị trường Trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

ĐẶNG TẤN TÀI

**T**rái phiếu doanh nghiệp (TPDN) là loại trái phiếu được phát hành bởi các doanh nghiệp (DN) nhằm huy động vốn trung dài hạn cho đầu tư phát triển. DN sẽ phát hành trái phiếu khi có nhu cầu huy động vốn lớn để tài trợ cho việc đầu tư mở rộng, phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh trong trường hợp không đủ điều kiện hoặc không muốn phát hành cổ phiếu, hoặc tùy thuộc vào chiến lược quản lý vốn của mỗi DN. Kinh nghiệm các nước phát triển cho thấy, trong cơ cấu vốn của các DN chỉ có một phần là vốn tự có, phần còn lại chủ yếu huy động trên thị trường chứng khoán (TTCK), trong khi đối với hầu hết các DN ở Việt Nam hiện nay vẫn chưa thực sự chú ý và còn bỏ ngỏ kênh huy động vốn quan trọng này. Hiện nay, Việt Nam có khoảng 350.000 DN và phấn đấu đến 2010 nước ta sẽ có khoảng 500.000 DN với nhiều loại hình khác nhau. Như vậy nhu cầu bổ sung vốn để tái sản xuất và đầu tư cho những năm sắp tới là rất lớn và không thể chỉ trông chờ vào nguồn lợi nhuận giữ lại từ phía DN mà cần phải huy động từ bên ngoài theo nhiều hình thức như phát hành cổ phiếu, TPDN, vay tín dụng.... Có thể thấy rằng, đối với Việt Nam từ trước đến nay, việc huy động các nguồn vốn nhân rồi tài trợ cho nhu cầu đầu tư của nền kinh tế chủ yếu thông qua hệ thống ngân hàng. Ngân hàng đã trở thành kênh tài trợ vốn truyền thống cho hoạt động đầu tư phát triển của các DN. Đây là một thực tế không chỉ diễn ra ở Việt Nam mà còn phổ biến ở hầu hết các nước đang

phát triển, đặc biệt là ở một số nước trong khu vực. Tuy nhiên, sau cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ Châu Á cách đây hơn 10 năm đã chỉ ra rằng nền kinh tế không nên quá lệ thuộc và đặt gánh nặng vào hệ thống ngân hàng. Việc lệ thuộc vào hệ thống ngân hàng sẽ gây ra những thiệt hại và rủi ro khôn lường cho cả hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính (TTTC) quốc gia khi nền kinh tế xuất hiện một số trục trặc và bất ổn từ trong hệ



thống tài chính. Trước khủng hoảng, nhiều nước Châu Á đã quá phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng khi khu vực này cung cấp đến 80% nợ tài chính, còn thị trường trái phiếu chỉ chiếm khoảng 20%, trong khi con số này ở Nhật, Úc vào khoảng 30 – 40% và ở Mỹ là trên 60%. Sau khủng hoảng, các nước Châu Á nhận ra rằng cần phải có một thị trường vốn phong phú và đa dạng hơn để đảm bảo an ninh tài chính – tiền tệ quốc gia. Một trong những giải pháp quan trọng là phải phát triển toàn diện thị trường trái phiếu nhằm hỗ trợ tốt hơn cho nhu cầu vốn đầu tư dài hạn của nền kinh tế. Trong khi đó, mặc dù thị trường trái phiếu Việt Nam, đặc biệt là TPDN đã có sự phát triển mạnh mẽ trong vài năm trở lại đây, song vẫn chưa đủ đảm bảo cho sự phát triển vững chắc và sự an toàn của TTTC. Do đó, việc nghiên cứu, phân tích thực trạng thị trường TPDN để từ đó đề ra các giải pháp nhằm phát triển thị trường TPDN trở thành một kênh huy động vốn trung dài hạn hữu hiệu, góp phần tạo ra một cấu trúc thị trường vững chắc trên cơ sở cân đối giữa thị trường vay nợ ngân hàng – thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu trong tương lai là việc làm hết sức ý nghĩa và cần thiết đối với Việt Nam trong thời điểm hiện nay.

### 1. Thực trạng thị trường TPDN tại Việt Nam

Sự hình thành và phát triển của thị trường TPDN Việt Nam gắn liền với các mốc thời điểm ban hành các văn bản quy phạm pháp luật liên quan trực tiếp đến thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng.

Có thể thấy rằng, trước năm 2006, việc phát hành TPDN chỉ diễn ra lác đác ở một vài doanh nghiệp nhà nước (DNNN) thì đến năm 2006, Việt Nam đã chứng kiến sự phát triển đột biến trên thị trường TPDN khi hàng loạt DN phát hành trái phiếu với quy mô lớn. Trong đó, EVN là 6.000 tỷ đồng, Vinashin là 2.600 tỷ đồng, Tổng Công ty Sông Đà là 260 tỷ đồng, Công ty Tài chính Dầu khí (PVFC) là 365 tỷ đồng, Công ty cổ phần đầu tư hạ tầng kỹ thuật TP. HCM (CII) huy động được 131,5 tỷ đồng, Ngân hàng Đầu tư – Phát triển Việt Nam BIDV (5.000 tỷ đồng), Ngân hàng Nông nghiệp & phát triển nông thôn Việt Nam (5.000 tỷ đồng), Ngân hàng Phát triển nhà Đồng bằng sông Cửu Long – MHB (1.500 tỷ đồng)... Trong năm 2007, thị trường TPDN Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ cả về số lượng DN lẫn giá trị trái phiếu



phát hành. Số lượng DN đã tiến hành huy động vốn thông qua kênh phát hành trái phiếu trong năm 2007 là khoảng 27 DN (bao gồm cả các NHTM), trong số này có một số DN đã phát hành trái phiếu với quy mô khá lớn như: Vinashin (8.000 tỷ đồng), TD PVFC (1.000 tỷ đồng), Tổng Công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng Vinaconex (1.000 tỷ đồng), Tập đoàn Công nghiệp Than & Khoáng sản Việt Nam – Vinacomin (1.500 tỷ đồng), Lilama (1.500 tỷ đồng), Tổng Công ty Thương mại Sài Gòn – Satra (1.000 tỷ đồng), BIDV (3.000 tỷ đồng), Ngân hàng TMCP Sài Gòn SCB (1.400 đồng), Ngân hàng TMCP Á Châu (4.170 tỷ đồng), Techcombank (1.750 tỷ đồng)... Đáng chú ý là trong đó đã xuất hiện một số gương mặt mới như: Công ty cổ phần Vincom (1.000 tỷ đồng), Công ty Đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam – VEC (400 tỷ đồng), Công ty cổ phần địa ốc Sài Gòn Thương tín – Sacomreal (1.000 tỷ đồng), Công ty cổ phần Thủy hải sản Minh Phú (500 tỷ đồng)....

Mặc dù trong năm 2008, TTTC nói chung và thị trường trái phiếu Việt Nam nói riêng không tránh khỏi ảnh hưởng từ khủng hoảng tài chính thế giới, nhưng xét trên tổng thể thì thị trường TPDN Việt Nam vẫn có những bước phát triển nhất định. Trong năm 2008, đã có một số DN lựa chọn giải pháp phát hành trái phiếu ra thị trường để huy động vốn. Sacomreal đã thực hiện 2 đợt phát hành vào tháng 2 và 3/2008 với tổng mệnh giá cả 2 đợt là 850 tỷ đồng. Trong tháng 02/2008, Ngân hàng TMCP Á Châu cũng đã phát hành trái phiếu ra thị trường với tổng giá trị đạt 1.350 tỷ đồng. Tiếp nối thành công trong năm 2007, Công ty cổ phần Vincom cũng đã công bố

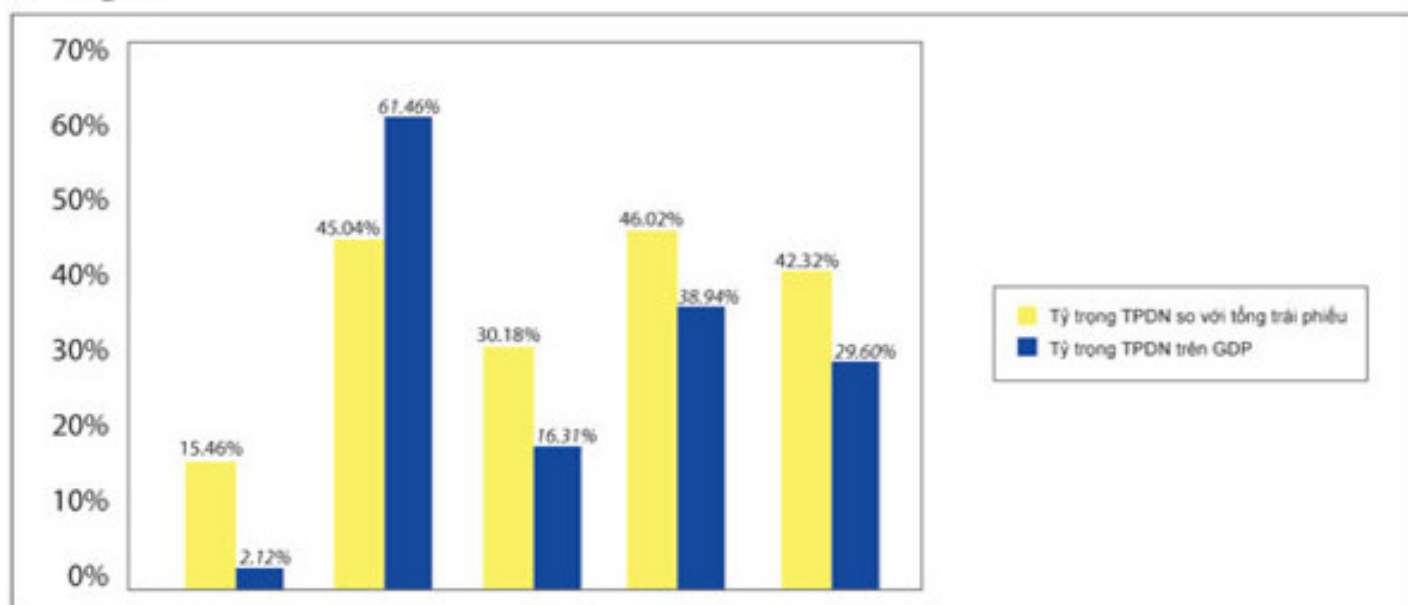
phát hành thành công trái phiếu trong tháng 4/2008 với tổng mệnh giá đạt 2.000 tỷ đồng. Trong năm 2008 có 2 gương mặt mới lần đầu tiên xuất hiện trên thị trường TPDN là Công ty cổ phần Du lịch & thương mại Vinpearl (tháng 5/2008) và Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (tháng 9/2008). Hai công ty này đã chính thức gia nhập thị trường TPDN bằng việc phát hành ra thị trường 1.000 tỷ đồng trái phiếu cho mỗi công ty trong năm 2008. Bên cạnh đó, một số DNNN cũng đã huy động được vốn từ thị trường TPDN trong năm 2008 như: PVFC (1.500 tỷ đồng), Vinashin (650 tỷ đồng), VEC được chính phủ bảo lãnh cũng đã phát hành trái phiếu đạt 28% so với kế hoạch đề ra trong năm 2008. Từ đầu năm 2009 đến nay, một số DN đã phát hành trái phiếu ra thị trường rất thành công như Vinashin (3.000 tỷ đồng), EVN (3.500 tỷ đồng), Công ty Phát triển đô thị Kinh Bắc (700 tỷ đồng)....

Thị trường TPDN ở Việt Nam còn tương đối mới mẻ và chỉ được một số DN quan tâm trong những năm gần đây, bước đầu đã đạt được những thành quả rất đáng khích lệ. Tuy nhiên, thị trường TPDN hiện nay vẫn còn một số tồn tại và hạn chế cần sớm khắc phục nhằm phát huy hơn nữa vai trò và vị thế của thị trường TPDN trong nền kinh tế:

– Quy mô thị trường TPDN còn quá nhỏ và chưa tương xứng với tiềm năng; khối lượng vốn huy động còn hạn chế, chưa đáp ứng được nhu cầu vốn đầu tư phát triển và mở rộng quy mô sản xuất của các DN. Mặc dù không thể phủ nhận sự quan tâm và tham gia ngày càng tích cực của các DN vào thị trường trong thời gian gần đây, nhưng tính từ năm 1994 đến nay, số lượng DN tiến hành huy động vốn thông qua phát hành TPDN vẫn còn quá ít, chỉ khoảng 50 DN. Khối lượng vốn huy động được thông qua phát hành trái phiếu mặc dù có sự tăng trưởng rất mạnh trong những năm gần đây, đặc biệt là trong hai năm 2006 và 2007, nhưng nhìn chung vẫn còn quá nhỏ so với nhu cầu

và tiềm năng của các DN. Mặc dù đạt tốc độ phát triển rất mạnh nhưng so với các nước trong khu vực và trên thế giới, thị trường TPDN của Việt Nam vẫn còn khá nhỏ bé về mặt quy mô. Hiện nay, dư nợ TPDN so với tổng khối lượng trái phiếu đã phát hành trên thị trường chỉ đạt 15,46%, thấp khá xa so với Hàn Quốc (45,04%), Thái Lan (30,18%), Malaysia (46,02%), Singapore (42,32%). Tỷ trọng thị trường TPDN trên GDP cũng ở mức rất thấp và chỉ bằng 2,12% GDP trong khi ở Hàn Quốc là 61,46%, Nhật Bản (16,72%), Malaysia (38,94%), Singapore (29,6%) (Theo Hình 1).

**Hình 1: Thị trường TPDN Việt Nam so sánh với một số nước khu vực Đông Á**



*Nguồn: Asia Bond Monitor 2008*

– TPDN chưa thật sự hấp dẫn các nhà đầu tư, trước hết do mức độ tin cậy của nhà đầu tư đối với các DN chưa cao. Điều đó xuất phát từ tính minh bạch thông tin của các DN khi phát hành trái phiếu. Một khi tính minh bạch của DN chưa cao thì rất khó có thể tạo được lòng tin cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Hiện nay, mức độ minh bạch vẫn chưa cao và không đồng nhất giữa các DN. Đối với TPDN, hiện vẫn chưa có một chuẩn hóa về mức độ cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Nhiều trường hợp, DN phát hành hàng ngàn tỷ đồng trái phiếu nhưng thông tin giới thiệu về trái phiếu và DN rất hạn chế và sơ sài. Các thông tin tài chính trong bản cáo bạch cũng không được xác nhận bởi các công ty kiểm toán. Hơn nữa, vai trò của các công ty luật trong việc soạn thảo các bản cáo bạch cũng rất mờ nhạt. Vì vậy, tổ chức phát hành trái phiếu sẽ chịu rủi ro luật pháp nếu có xảy ra tranh chấp giữa nhà đầu tư và nhà phát hành do công bố thông tin không chính xác.

– Hình thức TPDN chưa phong phú, cấu trúc sản phẩm TPDN còn nghèo nàn về kỳ hạn và

các loại lãi suất. Hiện tại, TPDN được phát hành có 2 loại chính: lãi suất cố định, trả lãi hàng năm (lãi suất coupon) và lãi suất thả nổi theo lãi suất thị trường. Theo đó, trái phiếu của các DN Việt Nam thường cố định lãi suất coupon trong năm đầu và thả nổi lãi suất trong các năm sau bằng cách lấy bình quân lãi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) hoặc lãi suất tiết kiệm 12 tháng của một vài ngân hàng lớn như Agribank, Vietcombank, BIDV, Vietinbank và cộng thêm một biên độ nhất định. Tuy nhiên điều này không phản ánh đầy đủ các rủi ro của TPDN, vì vậy chưa thực sự thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư. Tính đến nay, chỉ có một số ít DN đã phát hành trái phiếu ra thị trường với lãi suất thả nổi như EVN, Tổng Công ty Sông Đà, Vinashin, Công ty cổ phần Vincom, Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai, PVFC. Thị trường TPDN chưa xuất hiện nhiều trái phiếu hiện đại và hấp dẫn các nhà đầu tư như trái phiếu chiết khấu, trái phiếu phát hành cao hoặc thấp hơn mệnh giá, trái phiếu có khả năng mua lại... chính điều này khiến cho chủng loại TPDN trên thị trường còn rất đơn điệu và chưa đa dạng.

– Tính thanh khoản của thị trường TPDN Việt Nam rất thấp và mức tín nhiệm của các DN Việt Nam chưa cao. Trong bối cảnh chung của thị trường trái phiếu Việt Nam, cụ thể là TPDN cho thấy phần lớn các đợt phát hành trái phiếu đều theo hình thức riêng lẻ. Vì vậy, trái phiếu hầu hết đều được nắm giữ bởi những tổ chức đầu tư lớn như các ngân hàng, công ty bảo hiểm hay các DN lớn, trong khi lượng trái phiếu mà công chúng nắm giữ vẫn còn rất ít. Các tổ chức tài chính trung gian sử dụng nguồn vốn khả dụng chưa cho vay để đầu tư vào trái phiếu; trong bối cảnh thị trường tín dụng diễn biến bất lợi, các nhà đầu tư này thường có xu hướng nắm giữ trái phiếu

cho đến ngày đáo hạn, do đó lượng trái phiếu đã phát hành được mua bán trên thị trường thứ cấp rất hạn chế. Mặt khác, nếu như TPCP có mức rủi ro thanh toán thấp và các nhà đầu tư có thể sẵn sàng bỏ tiền để mua do TPCP tạo được độ tin cậy nhất định thì đối với TPDN, các nhà đầu tư vẫn còn rất dè dặt. Điều đó xuất phát từ tính thanh khoản thấp và trái phiếu chưa được định hạng bởi những DN có uy tín, đảm bảo độ tin cậy cho nhà đầu tư, vì vậy TPDN được đánh giá là có độ rủi ro cao. Đây được xem là một nhược điểm của TPDN khiến cho các nhà đầu tư rất lo ngại. Khi thị trường thứ cấp hoạt động còn kém hiệu quả, dân chúng và các tổ chức kinh tế còn xa lạ với loại hình đầu tư chứng khoán, thì việc phát hành trái phiếu của các DN sẽ còn gặp khó khăn và nguồn vốn huy động cũng sẽ bị hạn chế.

(xem tiếp số 41)

