

# Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam trước yêu cầu hội nhập

ThS. TĂNG THỊ PHÚC - ThS. BÙI NGUYỄN VĂN ANH

Cao đẳng Kinh tế - Kế hoạch Đà Nẵng

*Thị trường trái phiếu là một bộ phận cấu thành quan trọng của thị trường vốn, góp phần đắc lực trong việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và cải cách nền kinh tế. Hình thành và phát triển vào những năm cuối thập niên 1990, sau hơn 20 năm hoạt động, thị trường trái phiếu đã trở thành kênh huy động vốn trung dài hạn quan trọng đối với nền kinh tế, là công cụ giúp Chính phủ thực hiện các chính sách vĩ mô và đồng thời là nguồn cung ứng vốn tiềm năng cho các doanh nghiệp. Bài viết nhằm đánh giá thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam hiện nay, qua đó đề xuất một số giải pháp phát triển thị trường này tại Việt Nam trong thời gian tới.*

## 1. Đặt vấn đề

Hiện nay, thị trường trái phiếu Việt Nam gồm có hai loại trái phiếu: (1) Trái phiếu Chính phủ (do Kho bạc Nhà nước phát hành; trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh chủ yếu do Ngân hàng Phát triển Việt Nam và Ngân hàng Chính sách Xã hội phát hành; trái phiếu chính quyền địa phương do một số địa phương lớn phát hành như Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Quảng Ninh); (2) trái phiếu

doanh nghiệp do các doanh nghiệp phát hành. Đối với trái phiếu doanh nghiệp, đây là một kênh huy động vốn rất tốt, đặc biệt khi doanh nghiệp cần sử dụng nguồn vốn ổn định, dài hạn trong đầu tư và giúp doanh nghiệp giảm được sự phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, hiện nay, nếu so với thị trường trái phiếu Chính phủ đã đạt được những thành tựu rõ rệt thì với thị trường trái phiếu doanh nghiệp, các doanh nghiệp vẫn chưa thể

phát huy hiệu quả trong việc dẫn vốn và sử dụng các nguồn lực tài chính từ thị trường này. Trong bối cảnh nền kinh tế nói chung và thị trường vốn nói riêng đang thực hiện tái cơ cấu mạnh mẽ, phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp và đưa loại trái phiếu này trở thành một kênh huy động vốn bền vững cho các doanh nghiệp là vấn đề được đặt ra.

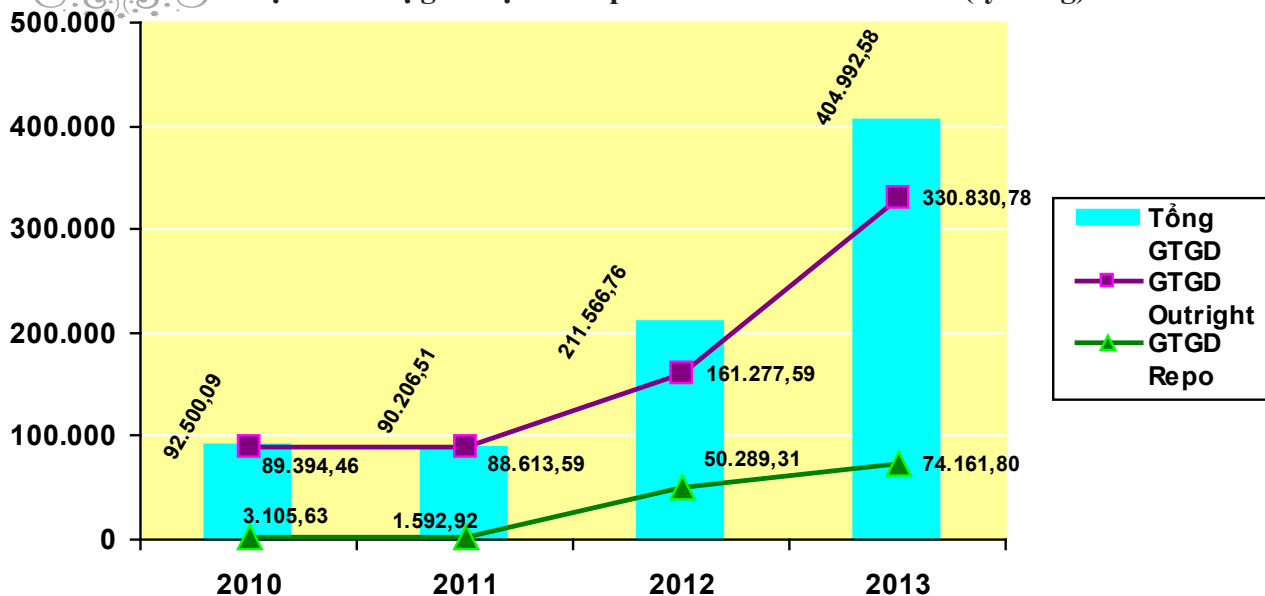
## 2. Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam hiện nay

Trong những năm vừa qua, thị trường trái phiếu Việt Nam đã đạt được những thành tựu nhất định. Cụ thể, quy mô thị trường đã tăng mạnh từ 2,82% GDP năm 2001 đến 14,24% GDP năm 2006, đạt dư nợ 135.653 tỷ đồng và tiếp tục tăng lên 21,9% GDP tính đến thời điểm tháng 6/2014 với dư nợ đạt 830.528 tỷ đồng. Tổng giá trị giao dịch trái phiếu qua các năm cũng liên tục tăng lên. Năm 2012, tổng giá trị giao dịch tăng đến 134,53%, tương đương 211.566,58 tỷ đồng và năm 2013 tăng 91,43% so với năm 2012, tương ứng 404.992,58 tỷ đồng; trong đó



# Chúc mừng năm mới

**Đồ thị 1. Giá trị giao dịch trái phiếu từ năm 2010 - 2013 (tỷ đồng)**



Nguồn: Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

các giao dịch Outright chiếm tỷ trọng chủ yếu.

Những con số này cho thấy, năm 2013 là một năm rất sôi động của thị trường trái phiếu Việt Nam, đưa thị trường trái phiếu Việt Nam trở thành thị trường tăng trưởng dẫn đầu các nền kinh tế mới nổi tại khu vực Đông Á và Asean + 3 (Theo báo cáo theo dõi trái phiếu

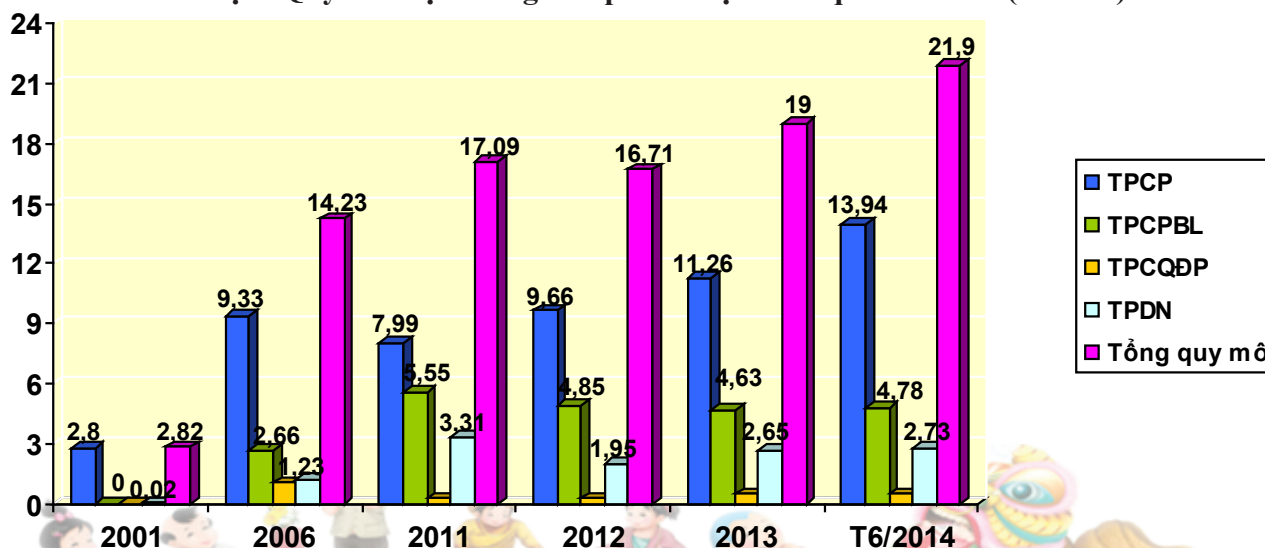
châu Á của Ngân hàng Phát triển châu Á).

Tuy nhiên đã và đang có một sự mất cân đối trong cơ cấu thị trường. Mặc dù thị trường trái phiếu Việt Nam có tốc độ tăng trưởng nhanh trong khu vực châu Á nhưng trong những năm qua, trái phiếu Chính phủ lại chiếm tỷ trọng chủ yếu (trên 90%) so với trái phiếu doanh

nh nghiệp.

Trong khi đó, hầu hết các nước láng giềng trong khu vực châu Á đều có tỷ trọng trái phiếu Chính phủ nhỏ hơn, như Thái Lan là 77,2%, Indonesia là 84,5%, Singapore 61,6%... (số liệu tính đến quý 2/2014). Thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang là một trong những nguồn cung ứng vốn chủ chốt, tạo

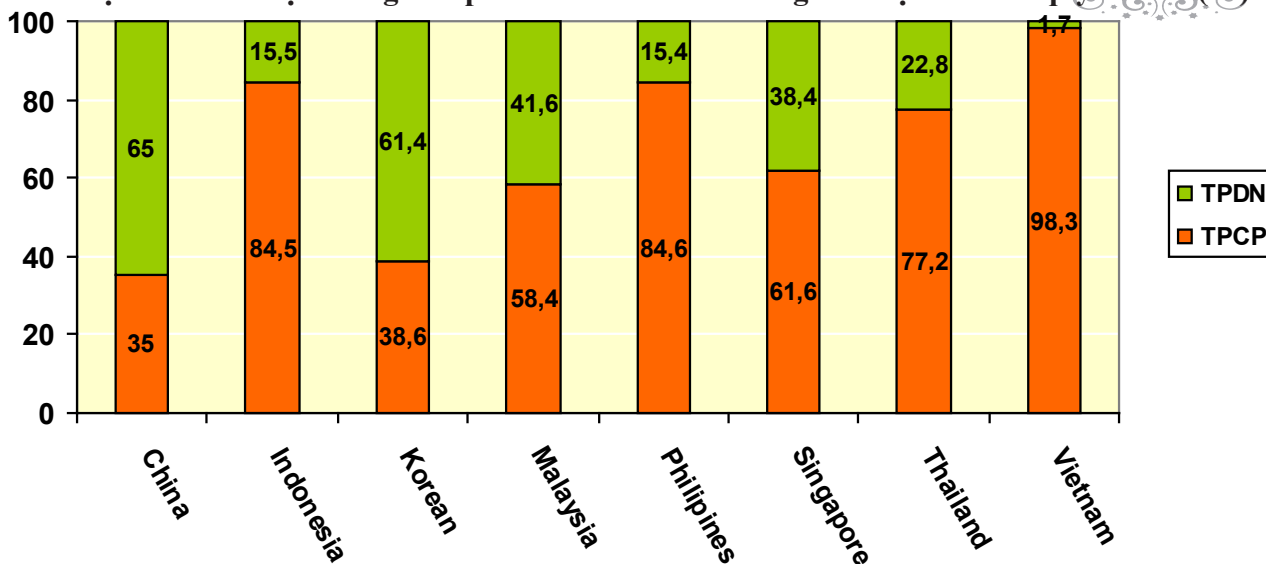
**Đồ thị 2. Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam qua các năm (%GDP)**



Nguồn: Vụ Tài chính- Ngân hàng, Bộ Tài chính và Tạp chí Tài chính số 7



**Đồ thị 3. Cơ cấu thị trường trái phiếu của các nước trong khu vực châu Á quý 2/2014 (%)**



Nguồn: Báo cáo theo dõi thị trường trái phiếu Châu Á của ADB

nền tảng cho sự phát triển của doanh nghiệp các nước.

Về giá trị phát hành, so với các nước trong khu vực, tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong nước cũng rất thấp, chỉ đạt 0,9 tỷ USD năm 2013, bên cạnh Thái Lan gấp 10 lần (9 tỷ USD), Indonesia gấp gần 20 lần (17 tỷ USD) và Malaysia gấp hơn 30 lần (28 tỷ USD). Điều này chứng tỏ so với thị trường trái phiếu Chính phủ thì thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam còn ít hấp dẫn và kém phát triển hơn.

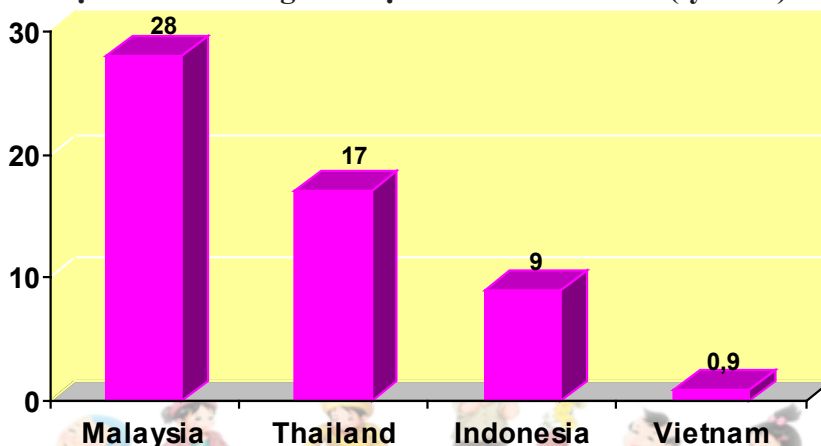
Từ năm 2000 đến 2005, hoạt động trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp rất hạn chế, dư nợ trong giai đoạn này chỉ chiếm chưa đến 0,5% GDP. Tuy nhiên, từ năm 2006, thị trường dần được hoàn thiện hơn và quy mô trái phiếu doanh nghiệp bắt đầu có chiều hướng tăng lên. Cụ thể, trong năm 2006, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đạt 11.736 tỷ đồng, chiếm 1,23% GDP,

tăng hơn 2 lần so với giai đoạn 2000- 2005. Năm 2007, dư nợ tăng gấp 3 lần so với năm 2006, tương đương 42.576 tỷ đồng. Năm 2008, do lạm phát cao và ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, mặt bằng lãi suất tăng nên quy mô thị trường trái phiếu có phần chững lại, đạt 49.926 tỷ đồng. Đến giai đoạn năm 2009- 2013, thị trường trái phiếu doanh nghiệp có dấu hiệu tăng trưởng trở lại, dư nợ đạt đỉnh 110.027 tỷ đồng vào

năm 2010 và 97.719 tỷ năm 2013. Cũng trong năm 2013, tổng lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp đạt 37.600 tỷ đồng với lãi suất phát hành cao nhất là 15,5%/năm và thấp nhất là 9,8%/năm. Và tính đến tháng 6/2014, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp chiếm 2,73% GDP, tương ứng với 103.445 tỷ đồng thực tế trong 6 tháng đầu năm là 5.726 tỷ đồng.

Về lãi suất trái phiếu doanh

**Đồ thị 4. Quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp của một số nước trong khu vực châu Á năm 2013 (tỷ USD)**

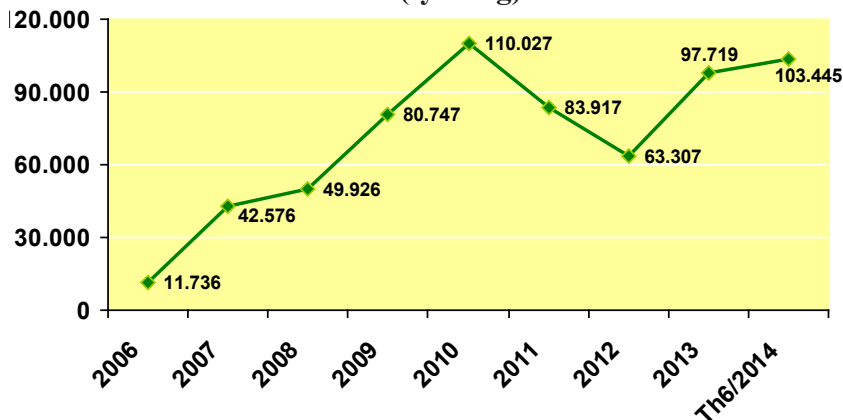


Nguồn: Báo cáo theo dõi thị trường trái phiếu Châu Á của ADB



# Chúc mừng năm mới

**Đồ thị 5. Dự nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp qua các năm (tỷ đồng)**



Nguồn: Vụ Tài chính- Ngân hàng, Bộ Tài chính và Tạp chí Tài chính số 7

*ngành*: Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp về cơ bản đều cao hơn lãi suất trúng thầu trái phiếu Chính phủ. Một vài công ty phát hành lãi suất trái phiếu thả nổi được điều chỉnh theo lãi suất trái phiếu Chính phủ hoặc lãi suất trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng. Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu Chính phủ thường dao động ở mức 4- 5%, phản ánh mức chênh lệch rủi ro của hai loại trái phiếu này. Thông thường, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp sẽ nằm ở khoảng giữa lãi suất tiết kiệm và lãi suất cho vay của ngân hàng thương mại. Và hiện nay, các mức lãi suất kinh doanh của ngân hàng thương mại đang có xu hướng giảm xuống sẽ tác động đến lãi suất trái phiếu doanh nghiệp. Đây chính là cơ hội để các doanh nghiệp nắm bắt huy động vốn với chi phí thấp. Với nguồn vốn này, một mặt đáp ứng được nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp; mặt khác, doanh nghiệp có thể sử dụng vốn giá rẻ để trả cho các

khoản vay có chi phí cao trong quá khứ, giúp cơ cấu tài chính của doanh nghiệp được củng cố đáng kể. Do đó, dự báo trong thời gian tới, nhu cầu phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các doanh nghiệp sẽ tăng lên.

Nhìn chung thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian qua cũng đã đạt được một số thành tựu nhất định, nhu cầu trái phiếu doanh nghiệp của các tổ chức trong nền kinh tế ngày càng tăng lên, chủ yếu là các ngân hàng thương mại nắm giữ (khoảng 90% giá trị trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường) nhưng so với các nước phát triển, thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam vẫn còn sơ khai, chưa thực sự thu hút được các nhà đầu tư chuyên nghiệp, như các công ty quản lý quỹ, các tổ chức tín dụng, cũng như các nhà đầu tư cá nhân trong nước và nước ngoài; mà nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ việc thiếu minh bạch thông tin của các doanh nghiệp. Một thực tế cho thấy, có nhiều doanh nghiệp phát hành nhưng thông tin lại được giữ kín, không chia

sẽ cho các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, số lượng các doanh nghiệp phát hành trái phiếu vẫn còn rất ít, phần nhiều lại tập trung vào các doanh nghiệp có quy mô lớn trong các lĩnh vực bất động sản, hạ tầng, tài chính ngân hàng. Hơn nữa, Việt Nam hiện nay chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm (CRA) chuyên nghiệp nào có thể đánh giá các doanh nghiệp phát hành nhằm tạo cơ sở, niềm tin cho các nhà đầu tư.

Trên thực tế tại Việt Nam từ năm 2005 cho đến nay đã có 3 tổ chức tham gia hoạt động xếp hạng tín dụng, đó là Trung tâm Thông tin Tín dụng thuộc Ngân hàng Nhà nước (CIC), Công ty Thông tin Tín nhiệm và Xếp hạng doanh nghiệp Việt Nam (Vietnam Credit) và Công ty Cổ phần Xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp Việt Nam (CRV) nhưng đó chưa phải là những doanh nghiệp định mức tín nhiệm theo thông lệ quốc tế, chưa cung cấp dịch vụ định mức tín nhiệm đối với các đợt phát hành trái phiếu và công cụ nợ trên thị trường. Hoạt động đánh giá tín nhiệm của các đơn vị này còn sơ sài, chưa chính xác, thiếu tin cậy. Khuôn khổ pháp lý còn đang trong quá trình hoàn thiện nên chưa thể bảo vệ được lợi ích cho các thành viên tham gia trên thị trường. Ngoài ra, sản phẩm trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường còn chưa đa dạng, chủ yếu gồm 2 loại là trái phiếu thông thường và trái phiếu chuyển đổi. Và mặc dù được phát hành với các kỳ hạn từ 2- 15 năm nhưng phần lớn



tỷ lệ trúng thầu lại rơi vào các kỳ hạn là 2, 3, 5 năm. Do đó, có thể thấy rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam hiện nay vẫn chưa phát huy được vai trò là kênh dẫn vốn dài hạn cho các doanh nghiệp.

### 3. Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới

Để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới cần tập trung vào một số giải pháp sau:

**Một là**, thành lập doanh nghiệp định mức tín nhiệm (CRA) để đánh giá mức độ tín nhiệm cho các đơn vị phát hành trái phiếu.

Tại Mỹ, hiện có 3 tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín, lâu đời và cũng là những tổ chức tiên phong trong lĩnh vực xếp hạng định mức tín nhiệm trên thế giới, chính là Moody's Investor Service (Moody's), Standard & Poor's, Fitch Ratings. Ngoài ra tất cả các nước trong khu vực (trừ Lào và Campuchia) đều đã thiết lập CRA, chẳng hạn như Malaysia có hai công ty là RAM và MARC, Thái Lan có TRIS, Indonesia có PEFINDO... Việt Nam có thể học tập kinh nghiệm từ các nước để xây dựng và hoàn thiện bộ tiêu chí đánh giá của mình.

Kinh nghiệm từ CRA quốc tế cho thấy, để có thể thành lập CRA, trước hết cần phải có sự ủng hộ, hỗ trợ và hướng dẫn từ Chính phủ, trong đó Chính phủ ra yêu cầu các doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu thì phải định mức tín nhiệm. Từ

đó, tạo ra cơ sở pháp lý buộc các doanh nghiệp phải công khai minh bạch thông tin. Bên cạnh đó, Chính phủ phải xây dựng khung pháp lý nhằm tạo môi trường hoạt động cho CRA. Và khi CRA được Chính phủ hỗ trợ sẽ tạo niềm tin cho các nhà đầu tư, các thành viên trên thị trường trong việc đánh giá mức độ tín nhiệm của các doanh nghiệp phát hành.

**Hai là**, huy động sự tham gia, đóng góp vốn và hợp tác từ các nhà đầu tư trong lĩnh vực tài chính như ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty quản lý quỹ, công ty chứng khoán,... nhằm tạo điều kiện trong việc xây dựng phương pháp, tiêu chí và quá trình đánh giá mức độ tín nhiệm một cách độc lập khách quan.

Tăng cường liên kết với các đối tác nước ngoài, các công ty tài chính quốc tế, các công ty định mức tín nhiệm uy tín như Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings... vì các tổ chức này đã từng giúp Chính phủ nhiều nước trong việc thành lập CRA và bản thân các tổ chức đó cũng là cổ đông sáng lập của nhiều CRA. Bên cạnh đó, sự liên kết này cũng sẽ góp phần nâng cao uy tín cho công ty định mức tín nhiệm, đưa CRA Việt Nam trở thành một tổ chức đáng tin cậy. Trên thực tế, TRIS của Thái Lan và Pefindo của Indonesia đã thực hiện rất thành công.

Ngoài ra, kinh nghiệm quốc tế cũng đã chỉ ra rằng không nên có nhiều CRA, vì như vậy sẽ dẫn tới tình trạng cạnh tranh

không lành mạnh, đồng thời không đảm bảo chất lượng dịch vụ đánh giá.

**Ba là**, đào tạo đội ngũ nhân lực định mức tín nhiệm có chuyên môn, có năng lực, có kinh nghiệm quốc tế và có đạo đức nghề nghiệp. Và các cán bộ này phải đáp ứng đủ các điều kiện cơ bản như: Là nhân viên của doanh nghiệp định mức tín nhiệm; có ít nhất 3 năm làm việc trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, kế toán, kiểm toán hoặc thống kê; không tham gia hoạt động điều hành doanh nghiệp được định mức tín nhiệm...

**Bốn là**, xây dựng chế tài, biện pháp xử lý mạnh đối với các công ty định mức tín nhiệm nếu đưa ra kết quả không chính xác hoặc kết quả sai, bởi những sai sót của các công ty định mức tín nhiệm sẽ tác động rất lớn đến các doanh nghiệp phát hành nói riêng và thị trường tài chính Việt Nam nói chung. Điều này cũng thúc đẩy cho các doanh nghiệp định mức tín nhiệm có trách nhiệm hơn và cả đạo đức hơn khi đưa ra các quyết định của mình.

**Năm là**, tiếp tục hoàn thiện hệ thống văn bản pháp lý để tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Nâng cao tính thanh khoản của thị trường trái phiếu bằng cách phát huy vai trò của cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp, tạo cơ hội kích thích đầu tư tư nhân đặc biệt cho các cá nhân cần sự ổn định và thu nhập dự đoán được như tiết kiệm cho nghỉ hưu, đồng



# Chúc mừng năm mới

thời nhà đầu tư có cơ hội dễ dàng cơ cấu lại danh mục đầu tư của mình khi cần. Xa hơn nữa, trong thời kỳ hội nhập, phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp không phải chỉ nhìn ở phạm vi trong nước mà phải có định hướng để tạo sự liên kết giữa các thị trường trái phiếu trong khu vực, thúc đẩy sự hội nhập các thị trường trái phiếu Châu Á là bước đi mới trong tương lai. Có thể xem hội nhập thị trường vốn cũng được thống nhất như một phần của sự ra đời cộng đồng kinh tế ASEAN, chính điều này sẽ giúp thị trường trái phiếu phát triển bền vững trong tương lai.

Tuy có sự khởi sắc nhưng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam mới chỉ là bước khởi đầu, quy mô còn nhỏ bé, song theo đánh giá của các nhà kinh

tế thì thị trường trái phiếu Việt Nam hiện nay là một thị trường kém phát triển nhưng đầy tiềm năng, do vậy cần thực hiện các giải pháp đồng bộ nhằm giúp thúc đẩy phát triển thị trường nhằm đem lại lợi ích cho doanh nghiệp và nền kinh tế. ■

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. <http://www.hnx.vn>
2. <http://www.ssc.gov.vn>
3. <http://www.mof.gov.vn>
4. <http://www.ecmagroup.org>, *Economic Importance of the Corporate Bond Market* (2013)
5. Malcolm D Knight, *Sharing experiences in developing corporate bond markets*, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap26c.pdf>
6. Hannah Levinger, 2014, *What's behind recent trends in Asian corporate bond markets?*, <https://www.dbresearch.com>
7. Báo cáo theo dõi thị trường trái phiếu châu Á của ADB năm 2013 và quý 2/2014
8. Bạch Đức Hiền (2009). *Thị trường chứng khoán*, NXB Tài chính.
9. Luật Chứng khoán Việt Nam năm 2010.
10. Nghị định 90/2011/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.
11. Phan Thị Thu Hiền (2014). *Thị trường trái phiếu Việt Nam và định hướng phát triển*. Tạp chí Tài chính.
12. Quyết định số 128/2007/QĐ-TTg về Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020.

## SUMMARY

### Development of Vietnam corporate bond market before integration requirements

*The bond market has long played a major role in every country's capital market, contributing effectively in raising capital for research and development in an attempt to boost the country's economy. Having established since 1990s and continued to grow over the past 20 years, bond market has offered as a crucial long-term source of capital for various economic activities to rely on. Not only has the bond market served as a fiscal tool for the government to implement its macroeconomic policies, it also provides the immediate funds for the growth of potential firms and companies.*

*This article aims to provide a fair judgment on the bond market amongst firms in Vietnam at the moment, and to offer a number of solutions to maintain the sustainable growth of the market in Vietnam in the future*

## THÔNG TIN TÁC GIẢ

**Tăng Thị Phúc**, thạc sỹ

*Đơn vị công tác:* Cao đẳng Kinh tế- Kế hoạch Đà Nẵng

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Tài chính- Ngân hàng

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Ngân hàng; Tạp chí Kinh tế dự báo

*Email:* tangphuc2010@gmail.com

**Bùi Nguyễn Văn Anh**, thạc sỹ

*Đơn vị công tác:* Cao đẳng Kinh tế- Kế hoạch Đà Nẵng

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Tài chính- Ngân hàng

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Ngân hàng; Tạp chí Kinh tế dự báo

*Email:* anhbui88@gmail.com

