

# PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM: THỰC TRẠNG VÀ ĐÁNH GIÁ

ThS. LÊ THỊ VÂN ANH - Viện Tài chính Kinh tế (Học viện Tài chính)

**Tính đến năm 2016, Việt Nam đã trải qua 3 lần Chính phủ phát hành trái phiếu quốc tế thành công. Những lần phát hành này đã thiết lập điểm chuẩn cho trái phiếu Việt Nam trên thị trường quốc tế; mở đường cho các doanh nghiệp lớn của Việt Nam trực tiếp huy động nguồn vốn trung và dài hạn bằng ngoại tệ; hiện thực hóa mục tiêu đưa Việt Nam hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế nhằm đa dạng hóa các hình thức huy động vốn đầu tư. Việc nhiều nhà đầu tư lớn quốc tế tham gia mua trái phiếu Việt Nam là điều kiện tốt để tăng tính thanh khoản cho trái phiếu khi giao dịch trên thị trường thứ cấp, tạo thuận lợi cho những lần phát hành tiếp theo.**

• **Từ khóa:** Trái phiếu, Chính phủ, nhà đầu tư, doanh nghiệp, kinh tế.

## Nhìn lại 3 lần phát hành trái phiếu quốc tế

### Lần phát hành thứ nhất

Năm 2005, lần đầu tiên Việt Nam phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường quốc tế. Tuy đây là lần phát hành đầu tiên nhưng đã đem lại kết quả ngoài sự mong đợi, tạo được tiếng vang trên thị trường vốn quốc tế, bởi thu hút sự quan tâm lớn của nhà đầu tư châu Âu, châu Á và châu Mỹ.

Được sự ủy quyền của Chính phủ, Bộ Tài chính đã chính thức phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam tại thị trường chứng khoán New York vào ngày 27/10/2005. Việt Nam phát hành trái phiếu quốc tế trên thị trường trái phiếu toàn cầu theo phương thức 144A/điều khoản S nghĩa là khi phát hành không phải đăng ký tại Ủy ban Chứng khoán Mỹ (SEC), được bán trực tiếp cho một số nhà đầu tư chọn lọc thông qua một đại lý và được nhà quản lý chính bảo lãnh hoàn toàn cho đợt phát hành.

Trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam đã được phát hành theo quy trình nghiêm ngặt. Tư vấn pháp lý gồm Shearman & Sterlings, Bộ Tư pháp, Freshfields

(tư vấn cho phía Việt Nam), Phillips Fox (tư vấn cho các ngân hàng bảo lãnh). Bảo lãnh phát hành là Ngân hàng Credit Suisse First Boston của Thụy Sĩ (nay là Ngân hàng Credit Suisse). Bảo lãnh phát hành chính cho Bộ Tài chính theo hợp đồng mua bán trái phiếu ký giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng Credit Suisse ngày 27/10/2005. Ngoài ra, 7 ngân hàng khác tham gia hợp đồng bảo lãnh gồm: Citigroup (Mỹ), Nomura Securites (Nhật Bản), J.P. Morgan, Deutch Bank, Merrill Lynch, Morgan Stanley và Ngân hàng HSBC. Ngân hàng New York (Bank of New York) là ngân hàng được chọn làm đại lý thanh toán trái phiếu cho Bộ Tài chính theo hợp đồng đại lý thanh toán ký giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng New York ngày 03/11/2005.

Số lượng trái phiếu chính phủ Việt Nam dự định phát hành ban đầu là 500 triệu USD, nhưng ngay ngày đầu tiên, số lượng các nhà đầu tư đặt mua đã đạt khoảng 1 tỷ USD, gấp 2 lần số lượng trái phiếu chính phủ Việt Nam định phát hành. Chính phủ đã quyết định tăng khối lượng phát hành thêm 250 triệu USD, nâng tổng số phát hành lên tới 750 triệu USD, trái phiếu có thời hạn là 10 năm. Mức lãi suất cố định là 6,875%/năm tính trên giá trị danh nghĩa (lãi suất thực là 7,125%). Tiền lãi trái phiếu được thanh toán 6 tháng một lần vào ngày 15/1 và 15/7 hàng năm bằng USD, kỳ trả lãi đầu tiên vào ngày 15/01/2006.

Trong số trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam phát hành, số lượng trái phiếu được các nhà đầu tư nắm giữ tính theo khu vực (châu Á 38%, châu Âu 32% và Mỹ 30%). Như vậy, một trái phiếu phát hành từ châu Á như Việt Nam đã thực sự được

**BẢNG 1: ĐẶC ĐIỂM TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ 2005 CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM**

Ngày phát hành	27/10/2005
Khối lượng phát hành (triệu USD)	750
Thời hạn (năm)	10
Giá (% so với mệnh giá)	98,223
Lãi suất cố định (% /năm)	6,875

Nguồn: Bộ Tài chính



**BẢNG 2: ĐẶC ĐIỂM TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ 2010  
CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM**

<b>Ngày phát hành</b>	<b>25/1/2010</b>
<b>Khối lượng phát hành</b>	1 tỷ USD
<b>Thời hạn (năm)</b>	10
<b>Giá (% so với mệnh giá)</b>	97,1223
<b>Lãi suất cố định (%/năm)</b>	6,75

*Nguồn: Bộ Tài chính*

phân bổ tương đối đều giữa các khu vực mà không bị dồn vào các nhà đầu tư châu Á. Phân theo đối tượng các nhà đầu tư: Các quỹ đầu tư tài chính là đối tượng quan tâm nhiều nhất đến trái phiếu chính phủ Việt Nam (chiếm tới 51%), còn lại là các ngân hàng (25%), các công ty bảo hiểm (17%) và các tổ chức tài chính khác (7%). Trong khi các công ty bảo hiểm chính là những nhà kinh doanh rủi ro lại chỉ nắm giữ 17% số lượng trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam phát hành. Điều này cho thấy, niềm tin của các nhà đầu tư đặt vào Việt Nam còn tương đối thấp.

#### **Lần phát hành thứ hai**

Thời điểm đầu năm 2007, kinh tế thế giới đang phát triển với tốc độ cao, tiềm năng về vốn lớn, trong khi nền kinh tế Việt Nam cũng đang tăng trưởng nhanh, nhu cầu về vốn thúc đẩy phát triển kinh tế lớn. Cụ thể, dự án nhà máy lọc dầu số 1 Dung Quất đã khởi công từ năm 2005 và đang thiếu vốn đầu tư. Vì vậy, nhằm đáp ứng nhu cầu về vốn cho phát triển kinh tế, ngày 1/6/2007, Chính phủ đã thông qua Nghị quyết số 07/2007/NQ-CP về việc phát hành trái phiếu quốc tế ra thị trường vốn quốc tế với các nội dung sau: Hình thức phát hành: theo phương thức phát hành trái phiếu toàn cầu và theo quy tắc 144A/Điều khoản S (trương tự đợt phát hành 2005); Mức phát hành: 1 tỷ USD; Thời hạn trái phiếu: từ 15 - 20 năm; Loại ngoại tệ phát hành: USD; Mục đích sử dụng cho Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Tổng công ty Hàng hải Việt Nam, Tổng công ty Sông Đà và Tổng công ty Lắp máy Việt Nam vay lại để thực hiện đầu tư các dự án Nhà máy lọc dầu Dung Quất, Dự án mua tàu vận tải, Dự án thủy điện Xê Ca Mản 3 và Nhà máy Thủy điện Hòa Na.

Tuy nhiên, đến cuối năm 2007, do thị trường quốc tế không thuận lợi, việc phát hành trái phiếu gặp phải rất nhiều khó khăn trước mắt, khó thành công nên đã phải tạm ngừng các đợt phát hành trái phiếu quốc tế. Kế hoạch phát hành 1 tỷ USD trái phiếu ra thị trường quốc tế từ tháng 6/2007 đã bị hoãn lại. Sự thận trọng đó bắt nguồn từ bối cảnh kinh tế toàn cầu, đặc biệt là nền kinh tế Mỹ gặp khó

khăn, thị trường tài chính quốc tế tạm rơi vào tình trạng trầm lắng khiến các nhà đầu tư Mỹ cũng như các nước khác dè dặt hơn trong việc tham gia đầu tư vào trái phiếu của các quốc gia khác.

Sau một thời gian chuẩn bị Bộ Tài chính đã chính thức phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam lần thứ hai tại thị trường chứng khoán New York vào ngày 25/1/2010. Trong lần phát hành này, Việt Nam cũng phát hành trái phiếu quốc tế theo phương thức 144A/ điều khoản S tương tự lần phát hành trước. Các ngân hàng đồng bảo lãnh phát hành chính là Barclays Bank PLC (Anh), Citigroup Global Markets Inc (Mỹ) và Deutsche Bank Securities Inc (Mỹ) theo hợp đồng mua bán trái phiếu đã ký ngày 22/1/2010 giữa Bộ Tài chính với các ngân hàng đồng bảo lãnh. Ngân hàng Citibank là ngân hàng được chọn làm đại lý thanh toán trái phiếu cho Bộ Tài chính theo hợp đồng đại lý thanh toán đã ký ngày 14/1/2010 giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng Citibank. Tổng trị giá trái phiếu quốc tế phát hành lần này của Chính phủ Việt Nam là 1 tỷ USD, kỳ hạn 10 năm, đáo hạn vào ngày 29/1/2020 với lãi suất danh nghĩa 6,75%/năm, lợi tức phát hành là 6,95% và được giao dịch theo phương thức T+4.

Cơ cấu các nhà đầu tư tính theo khu vực: hơn một nửa số trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam được mua bởi các nhà đầu tư đến từ Mỹ (56%), tăng mạnh so với lần phát hành đầu tiên; 28% từ các nhà đầu tư châu Á và 16% từ các nhà đầu tư châu Âu. Tính theo lĩnh vực: 73% là các quỹ đầu tư và công ty quản lý tài sản, 10% là các quỹ bảo hiểm và hưu trí, 10% là các ngân hàng và 7% là các nhà đầu tư khác.

#### **Lần phát hành thứ ba**

Năm 2014, có khá nhiều điều kiện thuận lợi cho việc huy động trái phiếu quốc tế của Việt Nam. Cụ thể, các tổ chức xếp hạng tín dụng như Moody's, Standard&Poor và Fitch's đều nhận định thời gian gần đây nền kinh tế của Việt Nam đã có những cải thiện tích cực. Đặc biệt, việc Fitch's nâng hệ số tín nhiệm quốc gia của Việt Nam lên một bậc từ B+ lên BB- và Moody's nâng từ B2 lên B1 đã góp phần giúp tăng độ hấp dẫn của trái phiếu đối với giới đầu tư trên thị trường quốc tế. Đây cũng là giai đoạn lãi suất vay nợ trên thế giới có xu hướng giảm do các ngân hàng trung ương các nước áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ để kích thích phục hồi và tăng trưởng kinh tế. Do vậy, đây là thời điểm thuận lợi để Chính phủ phát hành trái phiếu quốc tế nhằm đảo nợ khi thời hạn thanh toán của 2 khoản vay trước đó đang tới gần và tái cấu trúc tỷ lệ nợ công hiện tại.

**ĐẶC ĐIỂM TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ 2014 CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM**

<b>Ngày phát hành</b>	<b>7/11/2014</b>
<b>Khối lượng phát hành</b>	1 tỷ USD
<b>Thời hạn (năm)</b>	10
<b>Lãi suất cố định (% /năm)</b>	4,8

*Nguồn: Bộ Tài chính*

Đợt chào bán trái phiếu lần này diễn ra vào lúc 1 giờ chiều ngày 6/11/2014 (giờ San Francisco Mỹ) (tức ngày 7/11/2014 giờ Việt Nam), đồng thời với giao dịch hoán đổi hai trái phiếu chính phủ đã phát hành ra thị trường vốn quốc tế trước đó với hạn thanh toán vào năm 2016 và 2020. Tổng khối lượng phát hành là 1 tỷ USD theo phương thức 144A/ điều khoản S, tương tự như 2 đợt phát hành trước đó. Tổng giá trị đăng ký mua trái phiếu của Chính phủ trong đợt chào bán này lên đến hơn 10,6 tỷ USD, gấp hơn 10 lần so với lượng chào bán ra. Tư vấn bảo lãnh cho đợt phát hành trái phiếu và giao dịch hoán đổi/mua lại các trái phiếu cũ lần này là các ngân hàng Deutsche Bank, HSBC và Standard Chartered Bank. HSBC là ngân hàng thanh toán và phân phối trái phiếu.

Trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam đạt mức lãi suất cố định 4,8%/năm (mức dự kiến là 5,125%/năm). Đây là mức lãi suất thấp nhất so với hai đợt phát hành trước đó (lãi suất trái phiếu phát hành là 6,875%/năm năm 2005 và 6,755%/năm năm 2010).

Trong 437 nhà đầu tư quốc tế tham gia đăng ký mua trái phiếu, có 17% nhà đầu tư châu Á, 28% nhà đầu tư từ châu Âu và 55% nhà đầu tư đến từ châu Mỹ. Nếu phân theo đối tượng các nhà đầu tư, có 84% nhà đầu tư là các công ty quản lý quỹ đầu tư, 12% nhà đầu tư là các ngân hàng và 4% nhà đầu tư là các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí.

Tổng mệnh giá đăng ký hoán đổi lại trái phiếu đã phát hành được chấp nhận mua lại là 726.626.000 USD, trong đó mua lại 436.452.000 USD trái phiếu phát hành năm 2005 và 290.171.000 USD trái phiếu phát hành năm 2010. Việc hoán đổi này góp phần tích cực cơ cấu lại nợ công theo hướng kéo dài thời hạn vay nợ và giảm đáng kể áp lực về nghĩa vụ trả nợ trong giai đoạn này.

### **Vài đánh giá về các đợt phát hành trái phiếu quốc tế**

Nhìn chung, các đợt phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam đều có những thành công nhất định. Ngay lần phát hành đầu tiên, hầu hết giới truyền thông, chuyên gia kinh tế - tài chính và các nhà đầu tư nước ngoài đều cho

rằng, đây là đợt phát hành trái phiếu quốc tế thu hút được sự quan tâm đặc biệt và thành công trên thị trường vốn quốc tế. Đạt được mục tiêu lớn nhất của việc phát hành trái phiếu quốc tế là thiết lập điểm chuẩn cho trái phiếu Việt Nam trên thị trường quốc tế. Mở đường cho các doanh nghiệp lớn của Việt Nam trực tiếp huy động nguồn vốn trung và dài hạn bằng ngoại tệ... Việc nhiều nhà đầu tư lớn tham gia mua trái phiếu Việt Nam sẽ là điều kiện tốt để tăng tính thanh khoản cho trái phiếu khi giao dịch trên thị trường thứ cấp, tạo thuận lợi cho những lần phát hành tiếp theo.

Các đợt phát hành trái phiếu quốc tế tiếp theo đã mở ra kênh huy động vốn trên thị trường quốc tế của Chính phủ và các doanh nghiệp Việt Nam. Gần 1 tỷ USD thu về trong lần phát hành thứ 2 là một nguồn thu ngoại tệ bổ sung khi nguồn cung ngoại tệ trong nước đang tương đối căng thẳng, do khủng hoảng kinh tế trong và ngoài nước tác động đến xuất khẩu, kiều hối cũng như thu ngoại tệ từ du lịch.

Nguồn ngoại tệ thu được trong đợt phát hành thứ 3 đóng vai trò quan trọng để đảo nợ sắp đến hạn thanh toán từ hai lần phát hành trước với lãi suất thấp hơn. Mặt khác, thành công của đợt phát hành trái phiếu quốc tế lần này đã giúp Việt Nam thiết lập mức lãi suất chuẩn thấp hơn nhiều so với trước đây, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp Việt Nam huy động vốn trên thị trường quốc tế với lãi suất hợp lý hơn.

Bên cạnh những thành công còn tồn tại nhiều bất cập. Trong đó, yếu tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ là xếp hạng hệ số tín nhiệm quốc gia bởi lãi suất cố định của trái phiếu quốc tế một quốc gia thường được tính bằng lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ cùng thời hạn cộng với một biên độ. Hệ số tín nhiệm quốc gia sẽ quyết định biên độ này nhiều hay ít, trong khi hệ số tín nhiệm của Việt Nam vẫn còn đang ở mức thấp. Để từng bước cải thiện và nâng cao hệ số tín nhiệm quốc gia đòi hỏi Chính phủ phải có những giải pháp vĩ mô đồng bộ và triển khai thực hiện trong một thời gian dài...

Như vậy, phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường quốc tế là một kênh huy động vốn hữu hiệu với nền kinh tế các nước đang phát triển. Nguồn vốn huy động được sẽ đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển của Chính phủ. Tuy nhiên, nếu không quản lý và sử dụng hiệu quả sẽ gây ra những tác động ngược, tiêu cực và ảnh hưởng tới an ninh tài chính quốc gia. Do vậy, vấn đề hết sức quan trọng đó là quản lý phân bổ và tính hiệu quả sử dụng của các khoản vay này. 