



RỦI RO TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ

LÊ NGỌC CHI

Trong những năm qua, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã ghi nhận những bước phát triển tích cực, đáp ứng nhu cầu vốn của các doanh nghiệp. Mặc dù, khung pháp lý về thị trường trái phiếu doanh nghiệp thường xuyên được hoàn thiện, phù hợp với thông lệ quốc tế và tăng cường tính công khai, minh bạch nhưng thực tiễn vẫn phát sinh một số vấn đề cần lưu ý. Điển hình như, hiện nay, còn có doanh nghiệp phát hành với khối lượng lớn gấp nhiều lần vốn chủ sở hữu, phần lớn tài sản đảm bảo của trái phiếu là bất động sản, dự án hình thành trong tương lai hoặc cổ phiếu doanh nghiệp... Các rủi ro trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp được phân tích và đưa ra một số đề xuất, kiến nghị cho các nhà đầu tư khi tham gia thị trường này.

Từ khóa: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp, bất động sản, dự án

RISKS IN THE CORPORATE BOND MARKET AND RECOMMENDATIONS FOR INVESTORS

Le Ngoc Chi

Over the years, the corporate bond market has recorded positive developments, meeting the capital needs of businesses. Although the legal framework on corporate bond market is regularly improved, in line with international practices, and to enhance publicity and transparency, there are still some problems that need attention in practice. For example, at present, there are corporate bond issues with a volume much larger than issuer's equity, the majority of bonds' collateral assets are real estate, future projects or corporate shares... The risks in the corporate bond market shall be analyzed and some suggestions and recommendations shall be proposed for investors when participating in this market.

Keywords: Corporate bond market, real estate, projects

Ngày nhận bài: 15/11/2021

Ngày hoàn thiện biên tập: 22/11/2021

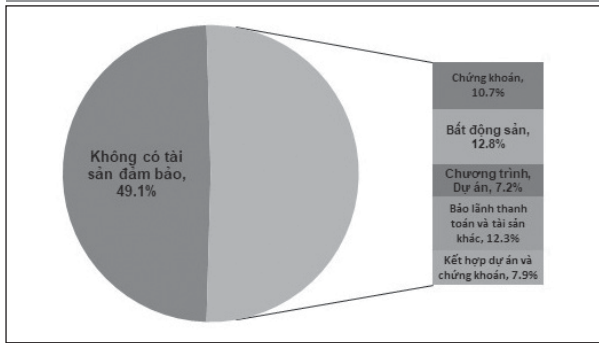
Ngày duyệt đăng: 29/11/2021

Từ năm 2017 đến nay, thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) có sự phát triển nhanh nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng có xu hướng giảm. Để hạn chế rủi ro và tạo

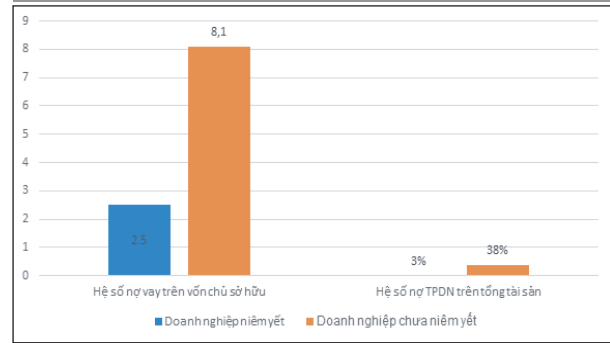
khung khổ pháp lý đồng bộ phát triển thị trường TPDN, Quốc hội đã ban hành Luật Chứng khoán năm 2019 và Luật DN năm 2020 nhằm thống nhất về phát hành TPDN; đồng thời, Chính phủ ban hành Nghị định số 153/2020/NĐ-CP và Nghị định số 155/2020/NĐ-CP quy định về phát hành TPDN hướng dẫn Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp. Theo đó, từ 01/01/2021, chỉ nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp được mua và giao dịch TPDN phát hành riêng lẻ, trái phiếu phát hành ra công chúng phải được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp giấy đăng ký chào bán và yêu cầu xếp hạng tín nhiệm theo lộ trình.

Các quy định mới là căn cứ pháp lý quan trọng, góp phần hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ không có khả năng phân tích, đánh giá rủi ro, vì các nhà đầu tư này không được mua TPDN riêng lẻ; qua đó doanh nghiệp không phát hành được khối lượng lớn trái phiếu bằng mọi giá, vì nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp sẽ đánh giá rủi ro để quyết định mua trái phiếu. Bên cạnh đó, các chế tài về xử lý vi phạm trong hoạt động phát hành, đầu tư, cung cấp dịch vụ liên quan đến TPDN đã được ban hành đầy đủ.

Sau hơn 11 tháng triển khai các quy định mới, thị trường TPDN riêng lẻ tiếp tục có sự tăng trưởng mạnh. Trong bối cảnh nền kinh tế bị tác động tiêu cực bởi dịch bệnh COVID-19, thị trường trái phiếu vẫn là kênh huy động vốn quan trọng cho doanh nghiệp với khối lượng phát hành tăng khoảng 23,4% so với cùng kỳ năm 2020.


HÌNH 1: LOẠI TÀI SẢN ĐẢM BẢO CỦA TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP PHÁT HÀNH RIÊNG LẺ 11 THÁNG NĂM 2021


Nguồn: Tác giả tổng hợp

HÌNH 2: HỆ SỐ VAY NỢ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN TRONG 8 THÁNG NĂM 2021


Nguồn: Tác giả tổng hợp

Nhận diện rủi ro trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Trong những năm qua, khung pháp lý về thị trường TPDN thường xuyên được cập nhật, hoàn thiện, phù hợp với các thông lệ quốc tế và tăng cường tính công khai, minh bạch. Các quy định đã tạo căn cứ pháp lý, góp phần hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư, tuy nhiên thực tiễn cho thấy, vẫn còn một số rủi ro đối với nhà đầu tư, cụ thể như:

Một là, doanh nghiệp phát hành có tình hình tài chính phân hóa; một số doanh nghiệp vẫn phát hành khối lượng trái phiếu lớn gấp nhiều lần vốn chủ sở hữu.

Theo quy định của Luật Chứng khoán và Luật doanh nghiệp, doanh nghiệp được phép phát hành TPDN để huy động vốn, được quyền quyết định lãi suất huy động trên cơ sở đảm bảo khả năng trả nợ (một số doanh nghiệp phát hành với lãi suất trên 13%/năm). Đối với TPDN phát hành riêng lẻ, thực hiện theo nguyên tắc tự vay, tự trả, tự chịu trách nhiệm về hiệu quả sử dụng vốn, cơ quan quản lý nhà nước không cấp phép phát hành như đối với trái phiếu phát hành ra công chúng. Nếu doanh nghiệp phát hành trái phiếu với lãi suất cao, khối lượng lớn (gấp nhiều lần quy mô vốn điều lệ của doanh nghiệp) để thu hút nhà đầu tư, trong khi việc sử dụng vốn cho dự án không hiệu quả hoặc tình hình hoạt động của doanh nghiệp khó khăn sẽ dẫn đến nhiều rủi ro, do doanh nghiệp không hoàn trả được gốc và lãi trái phiếu cho nhà đầu tư.

Theo thống kê của Sở Giao dịch chứng khoán (GDCK) Hà Nội, trong số gần 300 doanh nghiệp phát hành trong 11 tháng năm 2021, có 144 doanh nghiệp có tổng giá trị trái phiếu phát hành trong kỳ lớn hơn 50% vốn chủ sở hữu và có 17 doanh nghiệp có tổng giá trị trái phiếu đang lưu ký lớn hơn 10 lần vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó, trong số các doanh nghiệp phát hành thì có 6 doanh nghiệp có kết quả kinh doanh lỗ trong

năm 2020. Các doanh nghiệp này đều phát hành trái phiếu có tài sản đảm bảo hoặc được bảo lãnh thanh toán bởi tổ chức thứ ba. Trên thị trường TPDN, 50,9% trái phiếu phát hành trong 11 tháng năm 2021 có tài sản đảm bảo, trong đó chủ yếu tài sản đảm bảo là bất động sản và chứng khoán, chiếm lần lượt 12,8% và 10,7% tổng khối lượng phát hành. 49,1% khối lượng trái phiếu phát hành trong 11 tháng năm 2021 là trái phiếu không có tài sản đảm bảo, trong đó trên 76% là trái phiếu do các tổ chức tín dụng và công ty chứng khoán phát hành.

Hai là, TPDN bất động sản chiếm tỷ trọng lớn, tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Lũy kế 11 tháng năm 2021, các doanh nghiệp bất động sản đã phát hành khoảng 129,5 nghìn tỷ đồng TPDN riêng lẻ và 13.845 tỷ đồng TPDN phát hành ra công chúng, chiếm 28,3% tổng khối lượng phát hành. Các doanh nghiệp bất động sản tiếp tục phát hành với khối lượng tăng so với năm 2020, trong khi thị trường bất động sản gặp nhiều biến động do ảnh hưởng của dịch bệnh, trong đó có một số doanh nghiệp tiếp tục phát hành với lãi suất cao trên 12%/năm. Lãi suất phát hành bình quân của nhóm bất động sản là 10,21%/năm, cao hơn 2,17%/năm so với bình quân toàn thị trường và tương đương mức lãi suất cho vay của các tổ chức tín dụng. Khối lượng trái phiếu có lãi suất từ 11%/năm trở lên chiếm 36,3% tổng khối lượng phát hành, trong đó, trái phiếu có lãi suất 13%/năm là của 02 doanh nghiệp, chiếm 1% tổng khối lượng phát hành.

Tài sản đảm bảo của trái phiếu do các doanh nghiệp bất động sản phát hành chủ yếu là bất động sản, các chương trình, dự án (chiếm 57,84% tổng khối lượng phát hành), bảo đảm bằng chứng khoán (chiếm 23,95%), bảo đảm bằng cả bất động sản và chứng khoán (chiếm 1,37%) và bảo đảm bằng các tài sản khác (chiếm 8,67%). Mặc dù, tỷ lệ trái phiếu có tài sản đảm bảo cao nhưng thực tế chất lượng tài



sản đảm bảo chủ yếu là các dự án, tài sản hình thành trong tương lai hoặc cổ phiếu của các doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản. Giá trị của các tài sản này thường có biến động theo diễn biến thị trường bất động sản; theo đó, khi thị trường bất động sản khó khăn, giá trị tài sản đảm bảo có thể không đủ để thanh toán gốc, lãi trái phiếu.

Về tình hình tài chính của các doanh nghiệp phát hành, trong 11 tháng năm 2021, có 34/84 doanh nghiệp bất động sản phát hành TPDN riêng lẻ có khối lượng phát hành trong kỳ lớn hơn vốn chủ sở hữu, chiếm 17,3% tổng khối lượng phát hành toàn thị trường. Đối với tình hình sản xuất kinh doanh trong 6 tháng năm 2021, có 26 doanh nghiệp ghi nhận lỗ, trong đó có 01 doanh nghiệp niêm yết.

Trong số gần 300 doanh nghiệp phát hành trong 11 tháng năm 2021, có 144 doanh nghiệp có tổng giá trị trái phiếu phát hành trong kỳ lớn hơn 50% vốn chủ sở hữu và có 17 doanh nghiệp có tổng giá trị trái phiếu đang lưu ký lớn hơn 10 lần vốn chủ.

Ba là, sự tham gia của nhà đầu tư cá nhân mua TPDN trên thị trường sơ cấp giảm, nhưng tỷ lệ nắm giữ trên thị trường thứ cấp còn cao.

Theo quy định của Luật Chứng khoán, từ ngày 01/01/2021, nhà đầu tư cá nhân không chuyên nghiệp không được mua TPDN riêng lẻ. Do đó, trên thị trường sơ cấp tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân mua TPDN riêng lẻ giảm mạnh, từ 12,7% năm 2020 xuống còn 5,9% vào cuối tháng 11/2021. Đối với các trái phiếu phát hành trong năm 2021, các cá nhân chủ yếu đầu tư trên thị trường sơ cấp vào trái phiếu do các công ty bất động sản phát hành (chiếm 31,9% tổng khối lượng mua), tiếp đến là trái phiếu do các công ty chứng khoán và tổ chức tín dụng phát hành. Tuy nhiên, giá trị nắm giữ TPDN riêng lẻ trên thị trường thứ cấp của các nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp tại thời điểm 31/8/2021 tăng gấp 4,5 lần giá trị mua trên thị trường sơ cấp; trong đó, 59,8% giá trị nắm giữ là trái phiếu bất động sản, 6,6% là trái phiếu do các công ty chứng khoán phát hành.

Hiện nay, thị trường bất động sản Việt Nam còn một số tồn tại, vướng mắc, đặc biệt thông tin thị trường còn nhiều hạn chế, thiếu minh bạch; nguồn lực tài chính cho đầu tư các dự án bất động sản chưa đa dạng và bền vững, chủ yếu phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng, một số doanh nghiệp huy động trái phiếu với lãi suất cao, tiềm ẩn rủi ro thanh

toán. Vì vậy, việc đầu tư trái phiếu liên quan đến lĩnh vực xây dựng, kinh doanh bất động sản sẽ chịu rủi ro trực tiếp nếu thị trường bất động sản gặp khó khăn. Mặc dù, phần lớn TPDN bất động sản có tài sản đảm bảo hoặc dòng tiền được quản lý bởi ngân hàng, quy trình xử lý tài sản đảm bảo có thể kéo dài và giá trị tài sản đảm bảo không đủ thanh toán lãi, gốc trái phiếu. Đặc biệt, đối với các nhà đầu tư cá nhân không có nguồn lực tài chính và năng lực phân tích, cơ chế dự phòng như các nhà đầu tư có tổ chức (tổ chức tín dụng, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư, doanh nghiệp bảo hiểm...), việc đầu tư vào TPDN phát hành riêng lẻ của các công ty bất động sản nói chung và trái phiếu của các công ty bất động sản chưa niêm yết nói riêng là rất rủi ro.

Bốn là, vai trò của các tổ chức cung cấp dịch vụ ngày càng quan trọng, nhưng trong hoạt động phân phối trái phiếu còn phát sinh nhiều yếu tố rủi ro.

Trên thị trường TPDN xuất hiện trường hợp một số công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại chào mời các cá nhân mua TPDN riêng lẻ mà không cần phải chứng minh tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp dưới hình thức ký hợp đồng đầu tư trái phiếu với nhà đầu tư cá nhân. Theo phương thức này, chủ sở hữu TPDN riêng lẻ là công ty chứng khoán nên nhà đầu tư cá nhân không xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Tuy nhiên, do không trực tiếp sở hữu trái phiếu, nhà đầu tư sẽ không có quyền trực tiếp tham gia xử lý khi doanh nghiệp phát hành không thực hiện thanh toán gốc, lãi hoặc không thực hiện các nghĩa vụ khác đã cam kết với chủ sở hữu trái phiếu.

Năm là, sự liên thông giữa thị trường tài chính, thị trường tiền tệ và các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, thị trường bất động sản, sẽ khiến rủi ro trên các thị trường này tác động qua lại và mang tính hệ thống

Theo đánh giá của các chuyên gia, tình hình tài chính một số doanh nghiệp bất động sản Việt Nam, đặc biệt là các công ty chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán hoạt động thiếu lành mạnh, tỷ lệ vay nợ tương đối cao. Bên cạnh đó, các trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản phần lớn do các tổ chức tín dụng và các nhà đầu tư cá nhân nắm giữ (chiếm lần lượt 42,7% và 37,6% giá trị trái phiếu phát hành trong năm 2021), nếu xảy ra biến động lớn trên thị trường bất động sản, giá trị tài sản đảm bảo bị sụt giảm, có thể dẫn đến rủi ro cho chủ sở hữu trái phiếu, bao gồm cả các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán và nhà đầu tư cá nhân.



Một số đề xuất, kiến nghị đối với nhà đầu tư

Qua phân tích, đánh giá rủi ro trên thị trường TPDN, tác giả đưa ra một số kiến nghị, đề xuất nhằm hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư khi tham gia thị trường này.


Trước hết, nhà đầu tư khi tham gia thị trường TPDN cần tuân thủ pháp luật và nắm rõ thông tin về trái phiếu trước khi đầu tư, đây là cách duy nhất để hạn chế rủi ro. Thị trường TPDN Việt Nam hiện đang trong quá trình phát triển, bên cạnh những doanh nghiệp và nhà đầu tư tuân thủ đúng quy định của pháp luật, còn có một số doanh nghiệp phát hành chưa tuân thủ quy định khi phát hành trái phiếu và một số nhà đầu tư chưa nắm rõ được các rủi ro khi đầu tư TPDN riêng lẻ. Do đó, trong thời gian qua cơ quan quản lý nhà nước đã tăng cường thông tin, tuyên truyền, kịp thời cảnh báo về rủi ro cho nhà đầu tư khi tham gia thị trường.

Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp và các nghị định về phát hành TPDN quy định, chỉ nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp mới được mua và giao dịch TPDN phát hành riêng lẻ. Theo đó, trước khi cân nhắc mua TPDN riêng lẻ, nhà đầu tư cần tự đánh giá điều kiện nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp của bản thân: (i) Có chứng chỉ hành nghề chứng khoán, hoặc (ii) Nắm giữ danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch có giá trị tối thiểu là 2 tỷ đồng, hoặc (iii) Có thu nhập chịu thuế năm gần nhất tối thiểu là 01 tỷ đồng. Nhà đầu tư nên cân nhắc các quy định về điều kiện, tài liệu chứng minh và các quy định về xử phạt vi phạm đối với nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

Khi được giới thiệu mua TPDN riêng lẻ, nhà đầu tư cần yêu cầu doanh nghiệp phát hành, tổ chức phân phối cung cấp thông tin đầy đủ, chính xác về: (i) Tình hình tài chính của doanh nghiệp phát hành bao gồm cả tình hình huy động vốn trái phiếu (số lượng đợt phát hành, khối lượng đã phát hành, dư nợ tại thời điểm dự kiến phát hành, việc thanh toán lãi, gốc trái phiếu đã phát hành) và các chỉ tiêu đánh giá khả năng trả nợ của doanh nghiệp (hệ số nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu, hệ số khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn/dài hạn, hệ số luân chuyển hàng tồn kho...); (ii) Mục đích phát hành trái phiếu; (iii) Tài sản đảm bảo của trái phiếu (trường hợp tài sản đảm bảo của trái phiếu chưa được đăng ký giao dịch tài sản đảm bảo thì doanh nghiệp phát hành có thể sử dụng cùng 1 tài sản để đảm bảo cho nhiều nghĩa vụ nợ, theo đó khi xử lý tài sản đảm bảo thì chưa chắc nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu được thanh toán); (iv) Đặc điểm của trái phiếu, quyền lợi, nghĩa vụ của chủ sở hữu trái phiếu, các cam kết đối với trái phiếu, nghĩa vụ của doanh

ngiệp phát hành, nghĩa vụ của tổ chức phân phối đối với trái phiếu.

Ngoài ra, sau khi mua trái phiếu, nhà đầu tư cần thường xuyên cập nhật về tình hình tài chính, khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành và việc sử dụng vốn huy động từ trái phiếu có phù hợp với mục đích phát hành trái phiếu hay không. Theo đó, chỉ khi nắm rõ thông tin về trái phiếu, nhà đầu tư đánh giá đầy đủ và cân nhắc kỹ lưỡng các rủi ro tiềm ẩn có thể gặp phải, nhà đầu tư mới đưa ra quyết định mua trái phiếu. Nhà đầu tư trên thị trường TPDN cần lưu ý nguyên tắc đầu tư cơ bản là lãi suất cao sẽ đi kèm với rủi ro cao, do đó phải thận trọng, đánh giá kỹ về các rủi ro trước khi quyết định mua trái phiếu. Đặc biệt, nhà đầu tư không nên mua TPDN thông qua chào mời của các tổ chức cung cấp dịch vụ khi chưa tìm hiểu kỹ về tình hình tài chính của doanh nghiệp phát hành và các điều kiện, điều khoản của trái phiếu.

Nhà đầu tư trên thị trường TPDN cũng cần lưu ý việc các tổ chức tín dụng, công ty chứng khoán phân phối TPDN không có nghĩa là các tổ chức này đảm bảo an toàn cho việc mua trái phiếu. Các tổ chức này chỉ là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ, hưởng phí dịch vụ từ doanh nghiệp phát hành mà không chịu trách nhiệm về việc thẩm định/đánh giá về tình hình tài chính và khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành, do đó không có trách nhiệm về việc doanh nghiệp có hoàn trả gốc và lãi trái phiếu khi đến hạn hay không. Rủi ro của trái phiếu vẫn là rủi ro của doanh nghiệp phát hành. Vì vậy, trong trường hợp mua trái phiếu thông qua các hợp đồng đầu tư với công ty chứng khoán, nhà đầu tư sẽ không phải là chủ sở hữu trái phiếu và không được bảo đảm các quyền lợi đối với trái phiếu theo các cam kết của doanh nghiệp phát hành. 

Tài liệu tham khảo:

1. Bộ Tài chính, Báo cáo tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp 6 tháng năm 2021 (Công văn số 8039/BTC-TCNH ngày 21/7/2021);
2. Nguyễn Hoàng Dương, "Trái phiếu có lãi suất cao luôn đi kèm rủi ro cao" (Tạp chí Kinh tế Việt Nam số ngày 30/8/2021);
3. Ngân hàng Phát triển châu Á, Báo cáo Asia Bond Monitor 2021;
4. The New York Times, Why China's Economy is threatened by a property giant's debt problems (ngày 21/10/2021) - <https://www.nytimes.com/article/evergrande-debt-crisis.html>;
5. Số liệu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Thông tin tác giả:

ThS. Lê Ngọc Chi

Vụ Tài chính các ngân hàng và tổ chức tài chính (Bộ Tài chính)

Email: lengocchi@mof.gov.vn