



# PHÁT HUY VAI TRÒ KÊNH DẪN VỐN QUAN TRỌNG CỦA THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

NGUYỄN ĐỨC ĐỘ

*Trong vài năm trở lại đây, thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam có sự tăng trưởng vượt bậc. Riêng trong 10 tháng năm 2021, khối lượng phát hành đạt trên 458 nghìn tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ năm 2020. Tuy nhiên, sự phát triển nóng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang tiềm ẩn nhiều rủi ro cho nhà đầu tư. Để thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam phát triển bền vững, phải kiểm soát được rủi ro cho người tham gia, nhất là nhà đầu tư cá nhân. Bài viết nhận diện những vấn đề tồn tại trong quá trình phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, từ đó, đề xuất một số giải pháp nhằm phát huy hiệu quả vai trò của thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam trong thời gian tới.*

*Từ khoá: Trái phiếu doanh nghiệp, kênh dẫn vốn, nhà đầu tư, an toàn tài chính*

## PROMOTING THE ROLE OF VIETNAMESE CORPORATE BONDS AS AN IMPORTANT CAPITAL CHANNEL

Nguyen Duc Do

*In the past few years, the corporate bond market in Vietnam has experienced remarkable growth. Particularly in the first 10 months of 2021, the issuance volume reached over 458 trillion VND, an increase of 18% over the same period in 2020. However, the hot development of the corporate bond market is posing many potential risks for investors. In order for Vietnam's corporate bond market to develop sustainably, risks must be controlled for participants, especially individual investors. The article identifies problems that exist in the process of developing the corporate bond market, thereby proposing some solutions to effectively promote the role of the Vietnamese corporate bond market in the coming time.*

*Keywords: Corporate bonds, capital channel, investors, financial safety*

Ngày nhận bài: 2/11/2021

Ngày hoàn thiện biên tập: 9/11/2021

Ngày duyệt đăng: 16/11/2021

## Những vấn đề tồn tại trong phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

Trong vài năm trở lại đây, thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tại Việt Nam đã có sự tăng

trường vượt bậc. Theo thống kê của Bộ Tài chính, giai đoạn 2017-2020, tổng khối lượng TPDN phát hành đạt khoảng 1.156 nghìn tỷ đồng, bình quân 289 nghìn tỷ đồng/năm (tăng gấp 9 lần giai đoạn 2012-2016). Tuy nhiên, trên thực tế lượng TPDN được phát hành tăng nhanh chủ yếu từ năm 2018 đến nay (Hình 1).

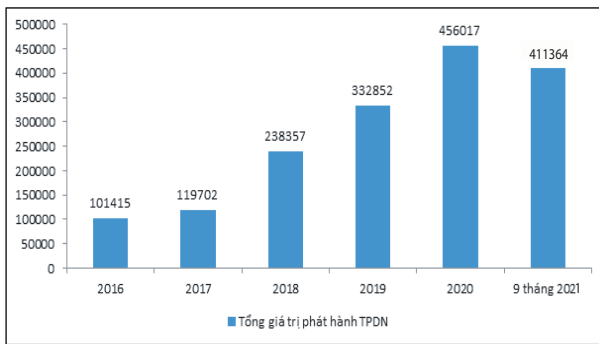
Nếu như giai đoạn 2016-2017 lượng TPDN được phát hành mỗi năm chỉ khoảng hơn 100 nghìn tỷ đồng, thì đến năm 2018 là hơn 200 nghìn tỷ đồng, năm 2019 là hơn 300 nghìn tỷ đồng và đến năm 2020 là hơn 400 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2021, lượng TPDN được phát hành dự kiến sẽ vượt con số 500 nghìn tỷ đồng, khi tổng số trái phiếu phát hành trong 11 tháng đã đạt trên 495 nghìn tỷ đồng, tăng 23,4% so với cùng kỳ năm 2020.

Thị trường TPDN những năm gần đây phát triển nhanh, nguyên nhân là do hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM) rơi vào trạng thái quá tải, dẫn đến những hạn chế nhất định trong việc cung cấp vốn cho nền kinh tế, cụ thể:

Thứ nhất, về quy mô, tỷ lệ tín dụng/GDP hiện đã đạt mức khá cao, khoảng 140% GDP, tương đương với các nước như: Singapore, Malaysia, Thái Lan và cao hơn nhiều so với Indonesia, Philipnes (Hình 2). Tỷ lệ tín dụng/GDP cao, một mặt cho thấy, nền kinh tế có nhiều vốn hơn để sử dụng, nhưng mặt khác, các DN cũng nợ nhiều hơn. Tỷ lệ tín dụng/GDP càng cao

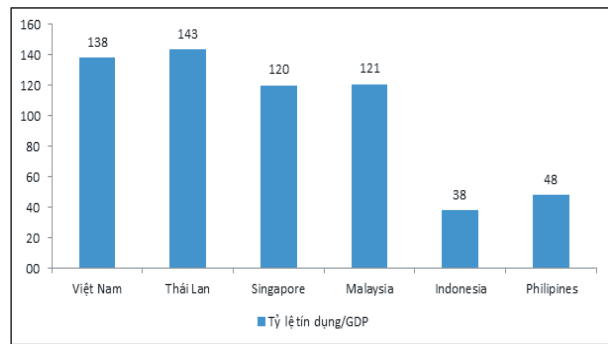


**HÌNH 1: TỔNG GIÁ TRỊ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP PHÁT HÀNH TRONG GIAI ĐOẠN 2016- THÁNG 9/2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: Bộ Tài chính

**HÌNH 2: TỶ LỆ TÍN DỤNG/GDP CỦA CÁC NƯỚC ASEAN NĂM 2019 (%)**



Nguồn: World Bank

thì khả năng trả nợ của DN càng suy giảm, nguy cơ nợ xấu ngày càng tăng và dẫn đến các ngân hàng sẽ ngày càng thận trọng hơn trong việc cho vay.

*Thứ hai*, về cơ cấu kỳ hạn, các NHTM Việt Nam huy động chủ yếu là vốn ngắn hạn, trong khi lại cho vay dài hạn. Khi rủi ro kỳ hạn giữa nguồn vốn huy động và cho vay gia tăng, đồng thời Ngân hàng Nhà nước (NHNN) ban hành chính sách hạn chế tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay dài hạn, các NHTM phải tăng cường huy động vốn dài hạn bằng cách phát hành trái phiếu. Nhiều DN cũng buộc phải chuyển sang huy động vốn dài hạn thông qua phát hành TPDN. Điều này giải thích tại sao các chủ thể phát hành TPDN trên thị trường chủ yếu là các NHTM và DN bất động sản (BDS).

Thống kê trong 10 tháng năm 2021, các DN BDS đã huy động trên 128 nghìn tỷ đồng, chiếm 45,4% tổng lượng phát hành. Tương tự, trong 9 tháng năm 2020, các NHTM phát hành trái phiếu trị giá 136,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 30,8% tổng lượng phát hành. Như vậy, 2 nhóm DN này huy động lượng vốn chiếm khoảng 3/4 tổng lượng huy động trên thị trường TPDN. Ngoài ra, việc các DN BDS đẩy mạnh phát hành trái phiếu còn do tỷ trọng tín dụng BDS trong tổng tín dụng của các NHTM đã đạt mức khá cao, khoảng 20% (chưa kể tín dụng tiêu dùng có liên quan đến BDS), dẫn đến các NHTM phải hạn chế cho vay BDS để đảm bảo mức độ đa dạng hóa phù hợp.

Ở góc độ khác, sự phát triển của thị trường TPDN thời gian qua còn được thể hiện qua việc ngày càng có nhiều nhà đầu tư (NĐT) cá nhân tham gia. Nguyên nhân chính là do lãi suất tiền gửi tiết kiệm thời gian qua giảm mạnh khi NHNN bơm tiền, hạ lãi suất điều hành để hỗ trợ nền kinh tế khi đại dịch COVID-19 bùng phát. Trong khi đó, các DN phát hành trái phiếu, đặc biệt là các DN BDS, lại đưa ra mức lãi suất khá hấp dẫn, tương đương mức lãi suất

cho vay của các NHTM.

Nhìn chung, mặc dù thị trường TPDN Việt Nam phát triển nhanh, song vẫn còn tồn tại một số hạn chế sau:

*Một là*, thị trường phát triển mạnh nhưng chưa có sự lan tỏa đến nhiều ngành, nhiều lĩnh vực, khi các chủ thể phát hành chủ yếu là các NHTM và DN BDS. Trong tháng 10/2021, lượng trái phiếu do các DN thuộc lĩnh vực tiêu dùng đã có sự gia tăng đột biến, đạt mức 7.284 tỷ đồng, chỉ đứng sau mức phát hành của nhóm BDS. Tuy nhiên, hiện nay vẫn chưa đủ cơ sở để có thể khẳng định được rằng đây là sự thay đổi mang tính dài hạn.

*Hai là*, sự phát triển của thị trường TPDN có phần chưa thực chất. Thị trường TPDN, về bản chất, là kênh huy động vốn trực tiếp từ người dân đến DN, từ đó giảm tải cho hệ thống NHTM. Tuy nhiên, khi các NHTM huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu rồi sử dụng nguồn vốn này để cho vay lại, thì về bản chất, đây là một dạng tín dụng gián tiếp như các khoản tiền gửi thông thường. Điểm khác biệt chỉ là kỳ hạn huy động có thể dài hơn. Đó là chưa kể một phần trái phiếu do các NHTM phát hành lại được chính các tổ chức tín dụng khác mua, tức là về thực chất không có huy động vốn mới từ người tiết kiệm. Trong trường hợp này, hệ thống ngân hàng đã tự biến các nguồn vốn ngắn hạn thành các nguồn vốn trung - dài hạn thông qua một số giao dịch chéo.

*Ba là*, khi các NHTM huy động vốn qua trái phiếu rồi cho các DN vay lại, các rủi ro tín dụng của hệ thống ngân hàng về thực chất, vẫn không giảm đi. Một số ngân hàng có thể còn mua trái phiếu của các DN phát hành để giúp các DN có tiền đảo nợ cũ. Trong trường hợp các NHTM thực hiện bảo lãnh để các NĐT mua TPDN, tất cả các rủi ro đối với trái chủ đều tập trung ở các ngân hàng. Nếu vậy, sự phát triển của thị trường TPDN chưa đạt được mục tiêu



sản sẽ rủi ro đối với hệ thống ngân hàng.

Bốn là, việc phát hành TPDN chủ yếu được thực hiện bằng phương thức phát hành riêng lẻ (chiếm hơn 90% tổng lượng phát hành), với các yêu cầu về thông tin hạn chế hơn phương thức phát hành ra công chúng. Điều này hàm ý rằng, các rủi ro của việc phát hành trái phiếu thời gian qua đối với các NĐT, đặc biệt là các NĐT cá nhân vẫn còn cao. Mặc dù, Bộ Tài chính đã ban hành quy định chỉ cho phép các NĐT chuyên nghiệp tham gia mua trái phiếu phát hành riêng lẻ, nhưng trên thực tế, các tổ chức tài chính vẫn có thể lách luật để thu hút các NĐT cá nhân không đủ điều kiện.

### **Giải pháp phát triển bền vững thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam**

Để phát triển bền vững và phát huy hiệu quả vai trò là kênh dẫn vốn quan trọng của thị trường TPDN, vấn đề then chốt là phải kiểm soát được rủi ro cho những người tham gia, đặc biệt là những người mua

**Nếu như giai đoạn 2016-2017 lượng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành mỗi năm chỉ khoảng hơn 100 nghìn tỷ đồng, thì đến năm 2018 là hơn 200 nghìn tỷ đồng, năm 2019 là hơn 300 nghìn tỷ đồng và đến năm 2020 là hơn 400 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2021, lượng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành dự kiến sẽ vượt con số 500 nghìn tỷ đồng, khi tổng số trái phiếu phát hành trong 10 tháng đã đạt trên 458 nghìn tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ năm 2020.**

trái phiếu, trong đó có các NĐT cá nhân. Một số giải pháp nhằm góp phần phát triển bền vững thị trường TPDN đề xuất tập trung triển khai trong thời gian tới như sau:

*Thứ nhất*, cơ quan quản lý cần nâng cao mức độ công khai hóa, minh bạch hóa đối với các chủ thể phát hành. Do tình trạng thông tin bất đối xứng, bên phát hành có thể che giấu những thông tin bất lợi, khiến người mua không đánh giá được hết các rủi ro của DN, cũng như của trái phiếu. Để hạn chế những rủi ro này, thời gian qua phía cơ quan quản lý đã bổ sung các yêu cầu về công bố thông tin đối với các tổ chức phát hành TPDN. Cụ thể, Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định, các tổ chức phát hành phải công bố một số chỉ tiêu tài chính trong 3 năm gần nhất như tình hình trả nợ, hay các thông tin cụ thể về chương trình, dự án đầu tư, hoạt động sản xuất. Các quy định mới này sẽ giúp các NĐT có thêm những thông tin hữu ích để lựa

chọn được các DN có tình hình tài chính lành mạnh, cũng như có các dự án khả thi trong tương lai.

Tuy nhiên, để thị trường phát triển bền vững, các quy định về công bố thông tin cần nâng cao hơn nữa. Theo đánh giá của FiinGroup, trong 9 tháng năm 2021 hơn 80% giá trị TPDN của ngành BĐS phát hành thuộc về các DN chưa niêm yết, tức là các DN có mức độ công khai hóa, minh bạch hóa thông tin ở mức thấp. Hơn nữa, các DN này có mức độ rủi ro khá cao, khi tỷ lệ sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức khá lớn. Tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu lên tới hơn 8,1 lần, trong khi con số này của các DN niêm yết chỉ hơn 2,5 lần.

Mặc dù, việc nâng cao mức độ công bố thông tin là cần thiết, nhưng cũng cần có lộ trình cụ thể, rõ ràng, hợp lý, đồng thời tính tới tốc độ huy động và nhu cầu vốn của nền kinh tế. Việc nâng cao các chuẩn mực quá nhanh có thể khiến nhiều DN chưa kịp đáp ứng, ảnh hưởng đến khả năng phát triển. Tuy nhiên, nếu các yêu cầu về công bố thông tin không được nâng cao, thị trường TPDN sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro và nếu tích tụ lâu ngày có thể dẫn đến đổ vỡ.

Ngoài ra, để đảm bảo các yêu cầu về công bố thông tin được thực thi, các chế tài xử phạt đối với các hành vi vi phạm cũng cần có tính răn đe cao. Vừa qua, Nghị định số 156/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 đã bổ sung các hành vi và chế tài xử phạt đối với các vi phạm, chẳng hạn về việc lựa chọn NĐT tham gia mua TPDN riêng lẻ không đúng đối tượng theo quy định. Tuy nhiên, về tổng thể, các chế tài xử phạt hiện nay trong lĩnh vực chứng khoán chưa có tính răn đe cao. Hiện chỉ có các vi phạm về giao dịch nội gián và thao túng thị trường có mức phạt gấp nhiều lần so với mức độ trực lợi của người vi phạm, còn mức phạt đối với đa số các vi phạm khác, bao gồm các vi phạm về công bố thông tin, thường không theo mức độ trực lợi mà là mức phạt có trần tối đa.

*Thứ hai*, bên cạnh các yêu cầu về công bố thông tin, các cơ quan quản lý cũng cần ban hành các quy định về an toàn tài chính đối với các DN phát hành trái phiếu. Việc Trung Quốc ban hành “3 lần ranh đỏ” để quản lý các DN BĐS là kinh nghiệm cần tham khảo để áp dụng cho Việt Nam. Các quy định về an toàn tài chính cần ban hành sớm, tránh trường hợp khi phần lớn các DN phát hành trái phiếu rơi vào tình trạng nợ quá nhiều rồi mới ban hành các quy định. Lúc đó, việc hạ tỷ trọng đòn bẩy tài chính có thể dẫn đến những đổ vỡ như trường hợp Evergrande của Trung Quốc.

*Thứ ba*, nhằm giảm rủi ro cho hệ thống ngân hàng



trong việc mua hay bảo lãnh TPDN, cần tạo ra nhiều sản phẩm để từ đó thu hút các NĐT cá nhân tham gia trên cơ sở đa dạng hóa và giảm thiểu rủi ro. Thị trường TPDN chỉ thực sự trở thành kênh dẫn vốn trực tiếp nếu có sự tham gia của các TPDN cá nhân. Tuy nhiên, đây lại là các đối tượng chưa có nhiều kiến thức, kinh nghiệm. Để thu hút các đối tượng này tham gia thị trường, đồng thời đảm bảo kiểm soát được rủi ro, bên cạnh các quy định về công khai hóa, minh bạch hóa thông tin cũng như các quy định về an toàn tài chính đối với các chủ thể phát hành, sự phát triển của các sản phẩm tài chính vừa có mức lãi suất hấp dẫn, vừa có mức độ rủi ro hợp lý đóng vai trò rất quan trọng. Nếu các tổ chức tài chính có thể gom các trái phiếu đơn lẻ của nhiều DN thuộc nhiều ngành nghề khác nhau để tổng hợp thành một trái phiếu duy nhất, tức là trái phiếu tổng hợp, thì mức độ rủi ro sẽ giảm đi rất nhiều, trong khi lợi tức vẫn hấp dẫn.

Tuy nhiên, để phát triển các sản phẩm trên, điều kiện tiên quyết là các cơ quan quản lý phải có cái nhìn thông thoáng, theo kịp được những diễn biến trên thị trường để ban hành các quy định quản lý phù hợp, kịp thời, tránh tình trạng không quản được thì cấm. Chẳng hạn như các hạn chế tham gia mua trái phiếu phát hành riêng lẻ đối với NĐT cá nhân, mặc dù có thể hạn chế rủi ro cho các NĐT, nhưng cũng cản trở sự tham gia của họ nói riêng và sự phát triển của thị trường nói chung.

*Thứ tư*, để phát triển bền vững thị trường TPDN cần đẩy mạnh công tác tuyên truyền, khuyến khích các DN phát hành tham gia xếp hạng tín nhiệm. Các công ty xếp hạng tín nhiệm là một trong những cấu thành quan trọng của thị trường, giúp các NĐT phân tích, tổng hợp, hệ thống hóa các thông tin được công bố với chi phí thấp, từ đó giảm thiểu được các rủi ro. Tuy nhiên, cũng cần có các quy định điều tiết để đảm bảo các công ty xếp hạng tín nhiệm có đủ năng lực về chuyên môn cũng như đạo đức nghề nghiệp, hạn chế việc các công ty xếp hạng tín nhiệm bị thao túng, làm méo mó thị trường, dẫn đến đánh giá sai các rủi ro, gây mất an toàn tài chính cũng như ổn định vĩ mô.

*Thứ năm*, để thị trường TPDN phát triển thực chất và bền vững, cần có những giới hạn về quy mô và cơ cấu trái phiếu mà các NHTM có thể nắm giữ, cũng như bảo lãnh, hạn chế tình trạng các doanh nghiệp và NHTM cấu kết với nhau để đảo nợ.

*Thứ sáu*, việc đưa các TPDN lên sàn giao dịch cũng là một giải pháp nhằm phát triển bền vững thị trường TPDN. Các sàn giao dịch sẽ khiến trái phiếu

trở nên hấp dẫn hơn nhờ tính thanh khoản cao, các NĐT sẽ có nhiều lựa chọn hơn trong các quyết định mua, bán hay nắm giữ trái phiếu. Hơn nữa, trong trường hợp có biến cố đối với trái phiếu, các thiệt hại có thể được san sẻ cho nhiều người.

## Kết luận

Với việc tỷ lệ tín dụng/GDP tại Việt Nam đã ở mức cao, phát triển thị trường TPDN là cần thiết để san sẻ gánh nặng đối với hệ thống ngân hàng trong

**Về tổng thể, các chế tài xử phạt hiện nay trong lĩnh vực chứng khoán chưa có tính răn đe cao. Hiện chỉ có các vi phạm về giao dịch nội gián và thao túng thị trường có mức phạt gấp nhiều lần so với mức độ trực lợi của người vi phạm, còn mức phạt đối với đa số các vi phạm khác, bao gồm các vi phạm về công bố thông tin, thường không theo mức độ trực lợi mà là mức phạt có trần tối đa.**

cung ứng vốn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, sự phát triển nhanh của thị trường TPDN thời gian qua còn có phần chưa thực chất, tiềm ẩn nhiều rủi ro đối với nhà đầu tư. Để thị trường TPDN có thể phát triển bền vững, trở thành kênh dẫn vốn quan trọng của nền kinh tế, các yêu cầu về công bố thông tin, tỷ lệ an toàn tài chính cần được nâng cao. Bên cạnh đó, cũng cần khuyến khích các DN phát hành tham gia xếp hạng tín nhiệm, xây dựng các cơ chế chính sách phù hợp để các tổ chức tài chính có thể đưa ra các sản phẩm mới có tính hấp dẫn, có mức độ rủi ro phù hợp với nhiều đối tượng giao dịch trên thị trường TPDN Việt Nam.

## Tài liệu tham khảo:

1. Chính phủ, Nghị định số 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế;
2. Chính phủ, Nghị định số 156/2020/NĐ-CP quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán;
3. Báo Đầu tư, Rầm rộ phát hành trái phiếu: Sức khỏe nhiều doanh nghiệp bất động sản yếu đáng báo động;
4. Cafebiz, "3 lần ranh đỏ" - cách Trung Quốc kiểm soát khối nợ khổng lồ của các ông trùm địa ốc khiến Evergrande đứng trước nguy cơ vỡ nợ;
5. Website: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS>.

## Thông tin tác giả:

TS. Nguyễn Đức Độ - Viện Kinh tế Tài chính, Học viện Tài chính  
Email: [nguyenducdo1971@gmail.com](mailto:nguyenducdo1971@gmail.com)