



NÂNG CAO VAI TRÒ CỦA CÁC TỔ CHỨC CUNG CẤP DỊCH VỤ TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

TẠ THỊ BÍCH THẢO

Thời gian qua, các tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã dần được hình thành, đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy công khai, minh bạch, nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường. Bài viết này đánh giá vai trò của các tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và đưa ra một số kiến nghị để hoàn thiện khung khổ pháp lý, nâng cao vai trò của các tổ chức này đối thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam.

Từ khóa: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp, cơ chế giám sát, chính sách

ENHANCING THE ROLE OF SERVICE PROVIDERS IN THE CORPORATE BOND MARKET

Tạ Thị Bích Thảo

Over the past time, service providers in the corporate bond market have been gradually formed, playing an important role in promoting publicity, transparency, and improving the market's operational efficiency. This article evaluates the role of service providers in the corporate bond market and makes some recommendations to improve the legal framework and enhance the role of these organizations in the Vietnamese corporate bonds market.

Keywords: Corporate bond market, supervision mechanism, policy

Ngày nhận bài: 16/11/2021

Ngày hoàn thiện biên tập: 23/11/2021

Ngày duyệt đăng: 30/11/2021

Đặt vấn đề

Phát triển thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) nói riêng đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển kinh tế thông qua chuyển vốn từ khu vực tiết kiệm sang khu vực đầu tư. Thị trường vốn hoạt động càng hiệu quả thì chi phí huy động vốn của doanh nghiệp lại càng thấp, góp phần giảm chi phí đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh cho doanh nghiệp. Để phát triển thị trường trái phiếu

doanh nghiệp, cần sự tham gia của các tổ chức cung cấp dịch vụ cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Theo thông lệ quốc tế, các tổ chức này bao gồm: (1) Tổ chức tư vấn phát hành/tư vấn hồ sơ chào bán và phân phối trái phiếu; (2) Đại lý đăng ký lưu ký, quản lý chuyển nhượng và thanh toán trái phiếu; (3) Tổ chức đại diện người sở hữu trái phiếu; (4) Đại lý/tổ chức nhận và quản lý tài sản bảo đảm; (5) Công ty xếp hạng tín nhiệm; (6) Đơn vị tổ chức thị trường giao dịch (Sở Giao dịch Chứng khoán); (7) Tổ chức tư vấn pháp lý độc lập (8) Tổ chức kiểm toán; (9) Các tổ chức cung cấp dịch vụ khác trên thị trường như đại lý quản lý các tài khoản trái phiếu; tổ chức tư vấn niêm yết/ đăng ký giao dịch tập trung trái phiếu; tổ chức định giá trái phiếu. Cung cấp thông tin về giá trái phiếu trên thị trường để các nhà đầu tư tham khảo trước khi quyết định đầu tư.

Bài viết đánh giá vai trò của các tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp hiện nay, từ đó đưa ra một số hàm ý về chính sách, góp phần nâng cao vai trò của các tổ chức này đối với sự phát triển của thị trường TPDN Việt Nam.

Đánh giá vai trò của các tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu Việt Nam

Tổ chức tư vấn phát hành/tư vấn hồ sơ chào bán và phân phối trái phiếu

Khi cung cấp dịch vụ, tổ chức tư vấn phát hành/tư vấn hồ sơ chào bán, đấu thầu/bảo lãnh/đại lý phát hành trái phiếu có các vai trò và trách nhiệm như sau: Thu thập thông tin từ tổ chức phát hành: cấu trúc doanh nghiệp, tình hình hoạt động kinh



doanh và tài chính, cấu trúc giao dịch và mục đích sử dụng vốn phát hành trái phiếu, tài sản bảo đảm và dòng tiền trả nợ; Khảo sát nhu cầu nhà đầu tư và nghiên cứu khả năng phát hành, lên kế hoạch phân phối và dự trữ; Tư vấn trình tự thủ tục, xây dựng bộ hồ sơ phát hành trái phiếu phù hợp với quy định của pháp luật, tình hình hoạt động của doanh nghiệp và cấu trúc trái phiếu phát hành; Tư vấn các thủ tục với cơ quan quản lý nhà nước liên quan đến đăng ký chào bán...

Hiện nay, trên thị trường TPDN có khoảng 50 công ty chứng khoán trên tổng số khoảng 100 công ty chứng khoán được cấp phép tham gia vào các hoạt động liên quan trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Trong 9 tháng đầu năm 2021, có 45 công ty chứng khoán tham gia hoạt động tư vấn phát hành trái phiếu. Trong đó, nhóm 10 công ty chứng khoán có giá trị tư vấn phát hành lớn nhất 9 tháng đầu năm 2021 gồm: CTCP Chứng khoán Kỹ thương (TCBS) dẫn đầu với giá trị tư vấn phát hành thành công khoảng 45,5 nghìn tỷ đồng; Nhóm thứ 2 gồm: Công ty cổ phần chứng khoán Tiên Phong (TPS), Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT, Công ty Cổ phần Chứng Khoán HDB (HDBS) và Công ty Cổ phần Chứng khoán VPS với giá trị tư vấn phát hành khoảng 30.000- 50.000 tỷ đồng; Nhóm kế tiếp gồm: Công ty CP Dịch vụ Nông nghiệp Bình Thuận (ABS) và Công ty TNHH Chứng khoán ACB (ACBS) với giá trị tư vấn phát hành khoảng 20-30.000 tỷ đồng cuối cùng là Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI), Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) và Công ty CP Chứng khoán Rồng Việt (VDS) với giá trị tư vấn phát hành khoảng trên 10.000 tỷ đồng.

Bên cạnh các công ty chứng khoán đứng tên là tổ chức tư vấn hồ sơ chào bán và đại lý phát hành/bảo lãnh phát hành trái phiếu, thì các công ty chứng khoán trực thuộc ngân hàng thương mại (NHTM) có sự tham gia hỗ trợ của các NHTM trên phương diện tìm kiếm doanh nghiệp phát hành trái phiếu, đầu tư TPDN (đầu tư dài hạn hoặc nắm giữ tạm thời), giới thiệu TPDN bán lẻ qua mạng lưới khách hàng của NHTM, cung cấp các dịch vụ về thanh toán, quản lý tài sản bảo đảm, quản lý giải ngân/thu nợ...

Đối với chức năng phân phối trái phiếu, hiện các đợt phát hành TPDN phổ biến thực hiện theo phương thức đại lý phát hành hoặc bảo lãnh phát hành nỗ lực tối đa (chỉ có một số ít đợt phát hành thực hiện theo phương thức bảo lãnh phát hành cam kết chắc chắn).

Đại lý đăng ký lưu ký, quản lý chuyển nhượng và thanh toán trái phiếu

Theo quy định, các trái phiếu lưu hành và giao dịch trên thị trường được (1) đăng ký, lưu ký tại các thành viên lưu ký là công ty chứng khoán và NHTM được cấp phép hoặc (2) được đăng ký, lưu ký tập trung tại Tổng Công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam (VSD). Khi cung cấp dịch vụ, đại lý đăng ký lưu ký, quản lý chuyển nhượng và thanh toán trái phiếu có các trách nhiệm sau: Lập và quản lý sổ đăng ký ghi nhận sở hữu trái phiếu của trái chủ; quản lý và xác nhận việc chuyển nhượng trái phiếu; Thực hiện phong tỏa, giải tỏa trái phiếu phục vụ cho các giao dịch cầm cố trái phiếu; Lưu giữ hồ sơ pháp lý trái chủ, xác định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp (đối với bên nhận chuyển nhượng trái phiếu phát hành riêng lẻ)...

Hiện nay, việc đăng ký, lưu ký, quản lý chuyển nhượng trái phiếu được thực hiện theo 2 phương thức: Đối với các trái phiếu đã đăng ký, lưu ký tại VSD: thực hiện thủ tục theo quy định của VSD. Việc thanh toán nghĩa vụ giữa bên chuyển nhượng và bên nhận chuyển nhượng, thanh toán tiền gốc lãi trái phiếu được thực hiện qua hệ thống thanh toán bù trừ. Mức giá dịch vụ lưu ký và chuyển nhượng trái phiếu được quy định tại Thông tư về giá dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán áp dụng tại Sở Giao dịch Chứng khoán và VSD của Bộ Tài chính (Thông tư số 101/2021/TT-BTC ngày 17/11/2021).

Đối với các trái phiếu đăng ký lưu ký tại tổ chức đăng ký lưu ký được phép (công ty chứng khoán/NHTM): tổ chức đăng ký lưu ký là bên quản lý và xác nhận chuyển nhượng, không kiểm soát nghĩa vụ thanh toán tiền chuyển nhượng trái phiếu giữa các trái chủ.

Đối với việc thanh toán gốc lãi trái phiếu: có thể chuyển trả cho nhà đầu tư vào tài khoản ngân hàng hoặc tài khoản chứng khoán, tùy thuộc từng giao dịch. Mức phí dịch vụ theo thỏa thuận tại hợp đồng đăng ký, lưu ký trái phiếu giữa tổ chức phát hành và tổ chức đăng ký, lưu ký trái phiếu được phép.

Tổ chức đăng ký lưu ký, quản lý chuyển nhượng và thanh toán trái phiếu có vai trò quan trọng trong việc đảm bảo việc chuyển quyền sở hữu trái phiếu và thanh toán tiền mua trái phiếu chính xác, nhanh chóng và thuận tiện. Việc chuẩn hóa quy trình, quy định, nâng cấp hệ thống đảm bảo hệ thống thanh toán và ghi nhận chuyển giao quyền sở hữu trái phiếu giúp thị trường thanh khoản tốt hơn.

Tổ chức đại diện người sở hữu trái phiếu

Theo Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng



khoán, đại diện người sở hữu trái phiếu là thành viên lưu ký của Tổng Công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán được chỉ định hoặc lựa chọn đại diện cho quyền lợi của người sở hữu trái phiếu. Khi cung cấp dịch vụ, tổ chức đại diện người sở hữu trái phiếu có trách nhiệm sau: Giám sát việc tuân thủ các cam kết của tổ chức phát hành trong hồ sơ đăng ký chào bán trái phiếu; Làm trung gian liên lạc giữa người sở hữu trái phiếu, tổ chức phát hành và các tổ chức có liên quan khác; Tổ chức lấy ý kiến trái chủ đối với các sự kiện ảnh hưởng đến quyền lợi của người sở hữu trái phiếu...

Xây dựng và phát triển hệ thống các tổ chức đại diện người sở hữu trái phiếu hoạt động hiệu quả, uy tín sẽ giúp các nhà đầu tư yên tâm về các điều khoản và nghĩa vụ trong hợp đồng sẽ được thực thi, từ đó gia tăng giá trị của trái phiếu trong mắt nhà đầu tư. Việc có đại diện người sở hữu trái phiếu cũng giúp cho doanh nghiệp huy động vốn với chi phí hiệu quả, vì các nhà đầu tư tin rằng có đơn vị độc lập đại diện cho quyền lợi của các nhà đầu tư trong suốt vòng đời của trái phiếu và họ có thể chấp nhận mức lãi suất đầu tư thấp hơn.

Về việc cung cấp dịch vụ trên thị trường, đối với TPDN phát hành ra công chúng: Việc chỉ định tổ chức đại diện người sở hữu trái phiếu là bắt buộc theo quy định của Luật Chứng khoán và Nghị định số 155/2020/NĐ-CP. Theo đó, phạm vi cũng như đối tượng được cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã được quy định đầy đủ và rõ ràng. Đối với TPDN phát hành riêng lẻ, hiện quy định pháp luật không bắt buộc TPDN riêng lẻ phải có đại diện người sở hữu trái phiếu. Các chức năng mà đại diện người sở hữu trái phiếu thực hiện có thể được thực hiện bởi đại lý quản lý tài sản bảo đảm, đại lý quản lý giải ngân, lưu ký hoặc thanh toán trái phiếu.

Đại lý/tổ chức nhận và quản lý tài sản bảo đảm

- Đại lý quản lý tài sản bảo đảm có trách nhiệm sau: Nhận và quản lý tài sản bảo đảm cho trái phiếu; Thực hiện các thủ tục đăng ký giao dịch bảo đảm cho trái phiếu theo quy định của pháp luật; Theo dõi biến động giá trị tài sản, yêu cầu tổ chức phát hành và bên bảo đảm định giá tài sản định kỳ để xác định các sự kiện thiếu, thừa, bổ sung/rút bớt tài sản bảo đảm; Theo dõi cam kết của tổ chức phát hành/bên bảo đảm liên quan đến tài sản bảo đảm; Thực hiện các thủ tục để xử lý tài sản đảm bảo (TSBD) và phân bổ tiền thu được từ việc xử lý tài sản khi xảy ra sự kiện xử lý TSBD.

- TSDB cho TPDN thường rất đa dạng, có thể bao gồm: tiền gửi, cổ phiếu, trái phiếu chính phủ, quyền sử

dụng đất, máy móc thiết bị, quyền tài sản... và cần một tổ chức thay mặt cho các trái chủ để nhận TSBD. Việc nhận tài sản cũng quy định rất khác nhau tại từng giao dịch cụ thể, tùy thuộc hiện trạng tài sản. Trong các giao dịch, việc nhận thế chấp tài sản có thể phát sinh nhiều tình huống khác nhau như: (1) Nhận và đăng ký thế chấp tài sản trước khi phát hành; (2) Nhận và đăng ký tài sản sau trong khoảng thời gian nhất định theo tiến độ hoàn thiện hồ sơ pháp lý/tài sản hình thành từ vốn trái phiếu; (3) Việc chuyển đổi giữa các trạng thái tài sản khác nhau (từ quyền tài sản, sang tài sản là quyền sử dụng đất, tài sản gắn liền với đất...); (4) Thay đổi, rút bớt, bổ sung tài sản trong thời gian trái phiếu lưu hành.

Công ty xếp hạng tín nhiệm

Công ty xếp hạng tín nhiệm là bên thứ ba độc lập với các tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Công ty xếp hạng tín nhiệm sẽ phân tích tất cả các nhân tố có thể ảnh hưởng tới khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành quy về một mức xếp hạng tín nhiệm nhằm giúp cho các nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư hợp lý. Các nhà đầu tư khai thác xếp hạng tín nhiệm như là chỉ số khách quan để đánh giá độ tin cậy của trái phiếu khi họ mua, nắm giữ và bán những trái phiếu đó trong việc xây dựng danh mục đầu tư của họ.

Một vai trò khác của xếp hạng tín nhiệm là giúp tăng cường tính minh bạch của thị trường. Các công ty xếp hạng tín nhiệm không chỉ công bố xếp hạng của các tổ chức phát hành, mà còn có chức năng thẩm định, đánh giá và cung cấp thông tin cho thị trường. Gần đây, xếp hạng tín nhiệm ngày càng được sử dụng cho các mục đích khác ngoài phát hành trái phiếu như hướng dẫn đầu tư nội bộ và quản lý sản phẩm đầu tư của các tổ chức tài chính và quỹ hưu trí.

Đơn vị tổ chức thị trường giao dịch (Sở Giao dịch Chứng khoán)

Đơn vị tổ chức Thị trường giao dịch tập trung (Sở Giao dịch Chứng khoán) có trách nhiệm: Tổ chức giao dịch trái phiếu doanh nghiệp trên hệ thống giao dịch của Sở Giao dịch Chứng khoán; Giám sát hoạt động giao dịch, chuyển nhượng và thanh toán trên hệ thống giao dịch; Giám sát tuân thủ hoạt động công bố thông tin của tổ chức phát hành và các tổ chức liên quan khi thực hiện giao dịch tập trung nhằm đảm bảo thông tin kịp thời cho nhà đầu tư.

Tổ chức tư vấn pháp lý độc lập

Theo thông lệ quốc tế, tổ chức tư vấn pháp lý độc lập là tổ chức được chỉ định trong các giao dịch phát hành



trái phiếu, bao gồm tổ chức tư vấn Luật cho đơn vị phát hành và tổ chức tư vấn Luật cho nhà đầu tư. Chức năng chính của Tổ chức tư vấn pháp lý độc lập trong giao dịch bao gồm: Tư vấn các vấn đề pháp lý liên quan đến giao dịch; Phối hợp với tổ chức tư vấn, đại lý phát hành và các bên liên quan tổ chức khảo sát thực trạng tổ chức phát hành; Rà soát việc tuân thủ các điều kiện phát hành trái phiếu, hồ sơ phát hành trái phiếu của doanh nghiệp theo quy định của pháp luật; Ban hành ý kiến pháp lý cho giao dịch...

Hiện nay, tại Việt Nam, việc chỉ định tổ chức tư vấn pháp lý độc lập chỉ phát sinh tại số ít các giao dịch phát hành TPDN của các tổ chức phát hành lớn (Vingroup, Masan, Becamex...) được tư vấn bởi một số tổ chức tư vấn phát hành chuyên nghiệp trên thị trường (TCB, BIDV...). Tại các giao dịch khác, chức năng này đang được thực hiện bởi tổ chức tư vấn hồ sơ chào bán, cụ thể là các công ty chứng khoán.

Tổ chức kiểm toán

Theo thông lệ quốc tế, ngoài tổ chức tư vấn luật độc lập, trong giao dịch phát hành TPDN còn phát sinh tổ chức kiểm toán với các chức năng chính sau: Xác nhận các thông tin tài chính được đề cập trong Bản công bố thông tin là khớp, đúng với các báo cáo tài chính đã được kiểm toán hoặc soát xét; Xác nhận không có sự kiện nào đáng chú ý xảy ra khiến cho tình hình tài chính của tổ chức phát hành thay đổi theo chiều hướng bất lợi kể từ ngày có các thông tin được trích dẫn đến ngày ban hành bản công bố thông tin.

Nâng cao vai trò của các tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Hiện nay, khung pháp lý về tổ chức, hoạt động và trách nhiệm của các tổ chức cung cấp dịch vụ trên thị trường TPDN đã được ban hành tại các văn bản hướng dẫn Luật Chứng khoán. Các tổ chức tư vấn cung cấp dịch vụ liên quan đến TPDN đóng vai trò quan trọng, đảm bảo thị trường vận hành theo định hướng, chuẩn mực và thông lệ quốc tế. Do đó, thời gian tới cần nâng cao năng lực, kinh nghiệm và tính tuân thủ của các tổ chức này.

Theo đó, việc xây dựng, phát triển và hoàn thiện hoạt động của các tổ chức trung gian tham gia vào hoạt động trên thị trường TPDN cần có lộ trình cụ thể. Cụ thể, cần có định hướng chính sách và các quy định của cơ quan quản lý nhà nước đối với hoạt động của các tổ chức này; đồng thời, cần hoàn thiện cơ chế giám sát, báo cáo của các tổ chức trung gian khi cung cấp dịch vụ. Các chương trình đào tạo nghiệp vụ, các quy tắc đạo đức nghề nghiệp cho các tổ chức tham gia thị trường này sẽ được Hiệp hội

thị trường trái phiếu Việt Nam tiếp tục tổ chức cho thành viên và thị trường.

Để nâng cao chất lượng tổ chức tư vấn cung cấp dịch vụ liên quan đến TPDN, cần chú trọng công tác đào tạo và đẩy mạnh việc đánh giá và kiểm soát chất lượng định kỳ. Cụ thể, việc nâng cao năng lực cho các tổ chức cung cấp dịch vụ thông qua các chương trình đào tạo. Cơ quan quản lý và Ủy ban Chứng khoán cũng cần định kỳ tổ chức các lớp tập huấn để nâng cao trình độ chuyên môn nghiệp vụ cho nhân sự của công ty chứng khoán cung cấp dịch vụ liên quan. Đội ngũ làm các dịch vụ cần được đào tạo bài bản và tuân thủ Quy tắc đạo đức khi hành nghề. Đồng thời, cần xây dựng bộ tiêu chí đánh giá, định hạng đối với các tổ chức cung cấp dịch vụ; quy định giới hạn cho các tổ chức đáp ứng tiêu chuẩn, điều kiện cung cấp dịch vụ.

Việc hình thành các công ty xếp hạng tín nhiệm trong đó có liên kết với các công ty xếp hạng tín nhiệm toàn cầu cũng là cần thiết đồng thời trong thời gian tới, cơ quan quản lý nhà nước xem xét việc xây dựng các quy định về giám sát hoạt động của các công ty xếp hạng tín nhiệm. Đồng thời việc nghiên cứu và áp dụng cách thức đã được triển khai tại một số nước trong khu vực điển hình như Malaysia về yêu cầu bắt buộc xếp hạng tín nhiệm khi phát hành TPDN từ đó hình thành văn hóa và nhu cầu sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm đối với cả tổ chức phát hành cũng như nhà đầu tư hoặc đưa các quy định về đầu tư TPDN bắt buộc phải có kết quả xếp hạng tín nhiệm và với từng đối tượng nhà đầu tư thì các mức xếp hạng nào thì phù hợp.

Ngoài ra, để đa dạng các dịch vụ hỗ trợ trên thị trường, cơ quan quản lý cần nghiên cứu, đề xuất khả năng triển khai hoạt động của tổ chức cung cấp dịch vụ định giá trái phiếu; quy định cụ thể vai trò, trách nhiệm của tổ chức đại diện người sở hữu trái phiếu, tổ chức quản lý tài sản đảm bảo để tăng tính chuyên nghiệp cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo:

1. Bộ Tài chính, Báo cáo thường niên thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2020;
2. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Đề án Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán giai đoạn 2021-2030;
3. Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam, Sổ tay phát hành trái phiếu Doanh nghiệp;
4. Website: www.vbma.org.vn;
5. Malaysia Bond Market Guide: <https://www.adb.org/publications/asean3-bond-market-guide-2016-malaysia>.

Thông tin tác giả:

Tạ Thị Bích Thảo - Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam
Email: thao.tb@vbma.org.vn