



GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

NGUYỄN QUANG THUÂN

Để đạt mục tiêu về phát triển kinh tế cao và bền vững ở mức 6,5-7% trong giai đoạn 2021-2025, bên cạnh việc đẩy mạnh đầu tư công, khôi phục đầu tư trực tiếp nước ngoài, thúc đẩy xuất khẩu và duy trì tốc độ tăng trưởng của cầu tiêu dùng nội địa thì vấn đề khai thông nguồn vốn qua thị trường trái phiếu doanh nghiệp là một giải pháp quan trọng. Nguồn vốn từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp ngày càng trở nên quan trọng hơn do kênh vốn tín dụng ngân hàng chủ yếu tập trung vào kênh vốn ngắn hạn, khi môi trường lãi suất quốc tế vẫn ở mức cao thì chi phí vốn huy động quốc tế của doanh nghiệp dự kiến còn khó khăn.

Từ khóa: Trái phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, thị trường trái phiếu

SOLUTIONS TO PROMOTE SUSTAINABLE CORPORATE BOND MARKET

Nguyen Quang Thuan

To achieve the Government's goal of high and sustainable economic development at a rate of 6.5-7% during the 2021-2025 period, in addition to promoting public investment, raising foreign direct investment, promoting exports, and maintaining the growth rate of domestic consumption, the issue of accessing capital through the corporate bond market is an important solution. Capital sources from the corporate bond market are becoming increasingly crucial because the banking sector primarily focuses on short-term capital channels. Given the ongoing high international interest rate environment, it is expected that the cost of international capital mobilization for businesses will remain challenging.

Keywords: Bond, corporate bond, bond market

Ngày nhận bài: 13/10/2023

Ngày hoàn thiện biên tập: 20/10/2023

Ngày duyệt đăng: 27/10/2023

Thực trạng và vấn đề đặt ra cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) Việt Nam đã trải qua một chu kỳ tăng trưởng cao liên tục trong giai đoạn 2012-2021, đặc biệt tập trung vào thời gian 2018-2021 với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm vào khoảng 45%. TPDN đã trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế trước khi suy giảm mạnh từ đầu năm 2023 sau sự việc vi phạm của một số tổ chức phát

hành và những thay đổi chính sách nhằm chuẩn hóa lại điều kiện phát hành cộng với bối cảnh vĩ mô và điều kiện tín dụng không thuận lợi. Hiện nay, thị trường TPDN đang đối mặt với những thực trạng sau:

Thứ nhất, cơ cấu phát hành với hơn 95% là chào bán riêng lẻ, trái phiếu phát hành rộng rãi ra công chúng được kỳ vọng có chất lượng hơn và minh bạch hơn chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ dưới 5% tổng quy mô phát hành.

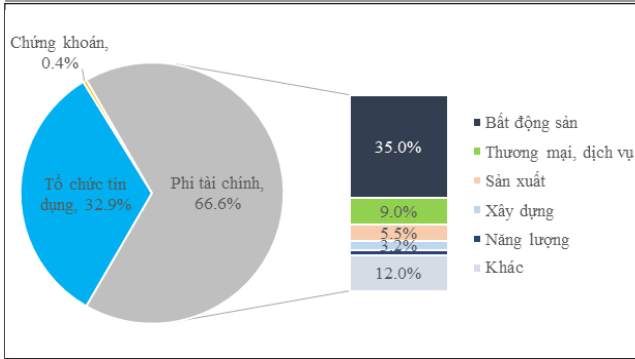
Thứ hai, cơ cấu phát hành chủ yếu tập trung ở một ít số ngành. Trong tổng giá trị trái phiếu riêng lẻ đang lưu hành 923 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 8/2023, nếu loại trừ 304 nghìn tỷ đồng trái phiếu do ngân hàng phát hành, dư nợ TPDN riêng lẻ là 619 nghìn tỷ đồng, hơn nửa trong số đó là trái phiếu bất động sản (323 nghìn tỷ đồng – 52%). Giá trị còn lại gồm thương mại và dịch vụ (13%), sản xuất (8%), và một tỷ lệ nhỏ các nhóm ngành khác. Điều này gây rủi ro mang tính tập trung lớn cho thị trường và nhà đầu tư khi mà sản phẩm đầu tư chủ yếu tập trung vào một số ngành như bất động sản.

Thứ ba, vấn đề nhà đầu tư cá nhân tham gia lớn vào trái phiếu riêng lẻ khi cơ sở thông tin và quản trị rủi ro tại Việt Nam với xếp hạng tín nhiệm, định giá trái phiếu... vẫn chưa được phổ biến. Những biến động của thị trường, hay những vi phạm, khiến một số tổ chức phát hành không thực hiện được nghĩa vụ, cộng với vấn đề minh bạch thông tin đã gây lên hiện tượng bán tháo trái phiếu trên thị trường và cả việc giảm việc đầu tư vào chứng chỉ quỹ của các quỹ trái phiếu.

Thứ tư, tình trạng phát triển "nóng" trong giai

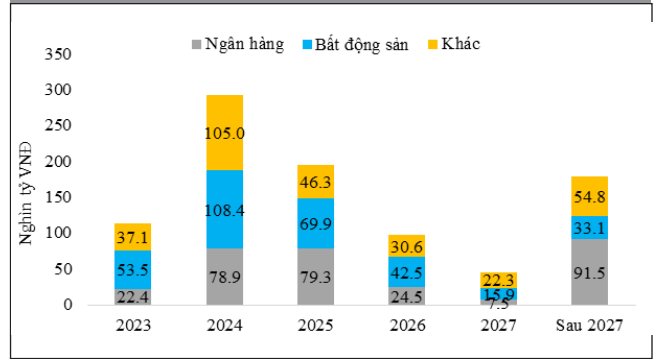


HÌNH 1: CƠ CẤU DƯ NỢ TPDN RIÊNG LẺ TẠI NGÀY 31/8/2023



Nguồn: FiinRatings, HNX

HÌNH 2: QUY MÔ ĐÁO HẠN THỊ TRƯỜNG TPDN RIÊNG LẺ VIỆT NAM



Nguồn: FiinRatings, HNX

đoạn 2018-2021 đã tạo áp lực lên dòng tiền của DN phát hành để đáp ứng khả năng chi trả đối với các trái phiếu đến hạn. Tổng giá trị TPDN riêng lẻ đáo hạn trong 2 quý cuối năm 2023 ước tính ở mức 104,8 nghìn tỷ đồng, trong đó, giá trị trái phiếu đến hạn của các DN bất động sản là 37,1 nghìn tỷ đồng và tổ chức tín dụng (TCTD) là 24 nghìn tỷ đồng.

Để giải quyết dòng tiền chi trả cho trái phiếu đáo hạn, nếu như trong điều kiện thông thường, ngoài việc kỳ vọng từ dòng tiền tạo ra từ sản xuất kinh doanh, các DN sẽ tìm nguồn vốn mới để tái cơ cấu nợ. Tuy nhiên, khả năng gọi vốn của các DN trong thời gian qua khá khó khăn do: Niềm tin của các nhà đầu tư suy giảm sau những vi phạm của các tổ chức phát hành; cần thời gian để thị trường điều chỉnh và khôi phục niềm tin sau những chính sách hỗ trợ như Nghị định số 65/2022/NĐ-CP (sửa đổi Nghị định số 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN ra thị trường quốc tế) hay Nghị định số 08/2023/NĐ-CP (sửa đổi và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN ra thị trường quốc tế), nhất là khi vấn đề nhà đầu tư chuyên nghiệp và xếp hạng tín nhiệm bắt buộc vẫn chưa được thực thi; Nguồn vốn tín dụng không nhiều do phải ưu tiên cho các ngành sản xuất kinh doanh và hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp nhằm kiểm soát lạm phát và rủi ro an toàn hệ thống; Thị trường chứng khoán không còn sôi động như giai đoạn trước; Việc bán hàng, phát mại tài sản để trả nợ cũng không dễ dàng do thị trường BĐS đang trầm lắng. Chính vì lẽ đó, một bộ phận DN, nhất là lĩnh vực BĐS có tiềm ẩn nguy cơ và đã xảy ra hiện tượng chậm trả trái phiếu trong thời gian vừa qua.

Thứ năm, tỷ lệ nợ xấu trái phiếu tăng cao, tính đến ngày 30/6/2023 đã có 118 tổ chức phát hành "TCPH" có một hoặc nhiều hơn lô trái phiếu lưu

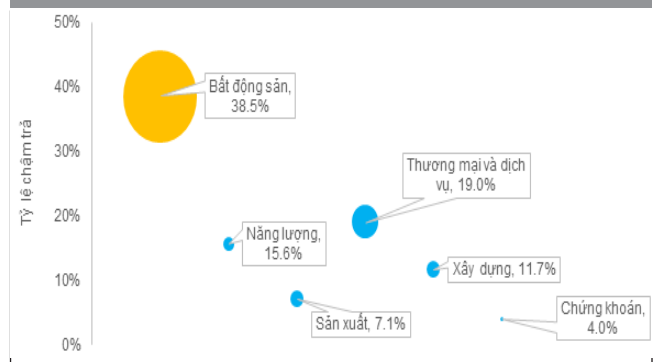
hành đã không thể đáp ứng nghĩa vụ nợ với tổng giá trị 165 nghìn tỷ đồng, chiếm 11,8 % giá trị TPDN đang lưu hành. Trong đó, 79 TCPH vi phạm nghĩa vụ nợ và 44 TCPH có TPDN đến hạn nhưng đã được tái cơ cấu nợ. Trong tổng số 165 TCPH chậm trả, có 55 TCPH là doanh nghiệp trong ngành bất động sản với tổng giá trị TPDN chậm trả nợ ở mức 117 nghìn tỷ VND, chiếm 71% với tổng giá TPDN của các DN chậm trả nợ trái phiếu.

Mặc dù tỷ lệ chậm trả tiếp tục gia tăng, Nghị định số 08/2023/NĐ-CP ra đời đã hỗ trợ các tổ chức phát hành kịp thời tái cơ cấu nợ trong thời gian tối đa 2 năm, đây là động thái tích cực từ phía cơ quan quản lý để giúp các tổ chức phát hành có thời gian điều chỉnh và vượt qua giai đoạn khó khăn nhất.

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

Trước thực trạng của thị trường TPDN Việt Nam hiện nay và với mục tiêu nhằm hướng đến khôi phục thị trường này phát triển một cách lành mạnh và bền vững, góp phần khai thông kênh huy động vốn trung và dài hạn của DN, qua đó góp phần phát triển kinh tế trong các năm tới đây, các giải pháp cần tập trung vào cả phía cung và cầu.

HÌNH 3: TỶ LỆ CHẬM TRẢ TPDN THEO LĨNH VỰC TÍNH TỚI 30/6/2023



Nguồn: FiinRatings. Ghi chú: Tỷ lệ nợ xấu trái phiếu của từng nhóm ngành được tính là Giá trị TPDN chậm trả/Tổng giá trị TPDN đang lưu hành của ngành. Quy mô của hình tròn thể hiện quy mô giá trị TPDN đang lưu hành của ngành đó.



Cụ thể, không nên chỉ tập trung vào cải thiện phía cung của thị trường bao gồm các giải pháp cải thiện và chuẩn hóa đối tượng phát hành, nền tảng trung gian của thị trường mà quan trọng hơn là các giải pháp “kích cầu” cho thị trường qua việc phát triển và đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư cho thị trường này.

Thứ nhất, cải thiện minh bạch thông tin theo hướng sửa đổi và hoàn thiện khung chính sách tùy theo đối tượng nhà đầu tư. Hiện tại, khung chính sách liên quan đến thị trường TPDN được quy định theo hình thức phát hành, bao gồm: kênh chào bán trái phiếu rộng rãi ra công chúng và kênh chào bán trái phiếu riêng lẻ.

Đối với kênh chào bán TPDN rộng rãi ra công chúng, các quy định về công bố thông tin nên được chuẩn hóa theo hướng bổ sung các thông tin đánh giá về khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ thay vì các thông tin phần lớn mang tính quá khứ. Trái phiếu chào bán ra công chúng nên được thực hiện xếp hạng tín nhiệm độc lập theo như thông lệ khu vực. Với những trái phiếu phát hành bởi các niêm yết và có mức xếp hạng tín nhiệm cao, cơ quan quản lý có thể xem xét áp dụng phương thức phê duyệt nhanh (express approval) hoặc tự động phê duyệt (deemed approval). Để hạn chế những vụ việc vi phạm, cơ chế hậu kiểm cần được duy trì và đẩy mạnh.

Đối với phát hành riêng lẻ, đối tượng nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp đã được thu hẹp theo quy định mới tại Nghị định số 65/2022/NĐ-CP, tuy nhiên nếu trái phiếu chỉ được chào bán riêng lẻ cho các nhà đầu tư định chế thì có thể xem xét đơn giản hóa các thủ tục về cơ chế đại diện trái chủ, biểu mẫu phương án phát hành đơn giản hơn và không nhất thiết phải có tổ chức tư vấn phát hành hoặc yêu cầu xếp hạng tín nhiệm. Nếu trái phiếu phát hành riêng lẻ cho cả nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp thì các điều kiện phát hành nên được cải thiện cùng với việc chuẩn hóa khâu phân phối trái phiếu.

Thứ hai, rà soát và tháo gỡ những quy định về hạn chế đầu tư nhằm “tạo cầu” cho sản phẩm đầu tư trái phiếu. Hiện nay, cơ sở nhà đầu tư TPDN của Việt Nam chủ yếu tập trung vào ngân hàng thương mại và nhà đầu tư cá nhân, các định chế tổ chức còn tham gia rất hạn chế. Dựa trên những nghiên cứu về thành phần tham gia thị trường trái phiếu tại các nước trong khu vực và trên thế giới, Việt Nam nên đánh giá và rà soát các quy định hiện nay nhằm xem xét mở rộng sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức vào thị trường TPDN để phát triển về trung và dài

hạn. Theo đó, nên xem xét tháo gỡ hoặc áp dụng điều kiện đầu tư vào TPDN với các với các tổ chức tín dụng, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, quỹ hưu trí, các nhà đầu tư do Chính phủ quản lý bao gồm Bảo hiểm Xã hội Việt Nam và đơn vị quản lý vốn nhà nước như Tổng Công ty Đầu tư kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC).

Thứ ba, đẩy mạnh kênh phát hành chào bán rộng rãi ra công chúng qua việc áp dụng phê duyệt nhanh dành cho các doanh nghiệp niêm yết và trái phiếu được xếp hạng tín nhiệm cao. Trong nhiều năm qua, giá trị vốn TPDN huy động qua kênh chào bán rộng rãi ra công chúng còn chiếm tỷ lệ rất khiêm tốn (dưới 5% tổng giá trị phát hành) trong khi nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội là rất lớn. Việt Nam thiếu một cơ chế huy động vốn trong dân để thu hút vốn dài hạn phục vụ phát triển kinh tế, đồng thời đa dạng hóa kênh đầu tư vốn dài hạn thay vì tập trung vào tiền gửi ngân hàng hay các kênh cổ phiếu, bất động sản. Để đẩy mạnh phát triển kênh TPDN chào bán rộng rãi ra công chúng, có thể xem xét các giải pháp miễn trừ hoặc áp dụng cơ chế phê duyệt nhanh nếu như hồ sơ phát hành đáp ứng những yêu cầu cơ bản hiện nay của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và các quy định liên quan; đồng thời tổ chức phát hành là DN niêm yết, chưa có vi phạm quy định công bố thông tin trong 5 năm gần nhất, có xếp hạng tín nhiệm cao bởi một tổ chức xếp hạng tín nhiệm nội địa được Bộ Tài chính cấp phép.

Thứ tư, tiếp tục hoàn thiện nền tảng cứng và mềm cho thị trường, bao gồm việc hình thành tổ chức bảo lãnh thanh toán trái phiếu. Việc đưa vào khai thác và vận hành kênh kê khai và giao dịch tập trung TPDN riêng lẻ trên HNX là bước tiến quan trọng. Tuy nhiên, để tiếp tục phát triển thì cần hoàn thiện các cấu phần quan trọng về nền tảng cứng và mềm của thị trường. Cụ thể: Cần

BẢNG 1: ĐỀ XUẤT HƯỚNG HOÀN THIỆN KHUNG CHÍNH SÁCH VỀ TPDN THEO NHÓM ĐỐI TƯỢNG NHÀ ĐẦU TƯ

	Chào bán ra công chúng	Phát hành riêng lẻ	
		Nhà đầu tư là định chế	Định chế + Nhà đầu tư chuyên nghiệp
Phê duyệt phát hành	Phê duyệt	Kê khai	Kê khai
	Miễn trừ phê duyệt	✓ [1]	n/a
Cơ chế giao dịch tập trung	Niem yết	Khuyến khích [2]	Niem yết
Điều kiện phát hành	Cơ chế đại diện trái chủ	✓	✓
	Biểu mẫu Điều kiện & Điều khoản chuẩn	✓	✓ [3]
	Xếp hạng tín nhiệm	✓ [4]	✓ [4]
Các đơn vị trung gian	Hợp đồng tư vấn hồ sơ	✓	✓
	Đơn vị tư vấn phát hành	✓	✓

Nguồn: FinRatings



đưa trái phiếu riêng lẻ lên sàn theo quy định; Phát triển đội ngũ tư vấn và khuyến khích xây dựng cảm nang hướng dẫn cho các thành viên thị trường; Xây dựng đường cong lãi suất TPDN dựa trên kết quả giao dịch trên sàn tùy theo mức độ xếp hạng tín nhiệm, kỳ hạn trái phiếu và các đặc tính khác của các sản phẩm trái phiếu; Tạo cơ chế khuyến khích thành lập đơn vị định giá trái phiếu độc lập nhằm hỗ trợ các nhà đầu tư trong công tác báo cáo và thuyết minh, nhất là với những trái phiếu không có thanh khoản hay không có giao dịch; Khuyến khích hình thành cơ sở dữ liệu về xác suất vỡ nợ TPDN tại Việt Nam tương ứng với mức xếp hạng tín nhiệm nhằm làm cơ sở tham chiếu định giá trái phiếu, phân bổ tài sản và công tác quản trị rủi ro. Sự hình thành đầy đủ của các yếu tố hạ tầng trên cùng với cơ chế khuyến khích công bố thông tin bằng tiếng Anh của tổ chức phát hành sẽ góp phần khôi phục sự tham gia trở lại của nhà đầu tư và trong đó có cả việc thu hút nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường TPDN Việt Nam.

Việt Nam hiện thiếu các định chế tài chính trung gian, trong đó có nghiệp vụ bảo lãnh tín dụng hoặc bảo lãnh trái phiếu. Khác với bảo lãnh phát hành, bảo lãnh tín dụng hay bảo lãnh trái phiếu được hiểu là bảo lãnh thanh toán, tức là bên đứng ra bảo lãnh sẽ thực hiện cam kết thanh toán một phần hoặc toàn bộ nghĩa vụ nợ của tổ chức phát hành trong trường hợp rủi ro xảy ra. Trên thị trường TPDN Việt Nam, một số lô trái phiếu riêng lẻ đã được một số ngân hàng thương mại tốt tham gia bảo lãnh thanh toán và giúp một số quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm dựa vào đó để đầu tư với rủi ro gắn một phần hoặc toàn bộ với tổ chức bảo lãnh. Tuy nhiên, số lượng trái phiếu được bảo lãnh còn ít và chủ yếu là các trái phiếu được mua bởi các công ty bảo hiểm.

Nhằm khôi phục niềm tin và đa dạng hóa sản phẩm trái phiếu cung cấp ra thị trường, Việt Nam nên cân nhắc hình thành khung pháp lý thành lập một số tổ chức cung cấp dịch vụ bảo lãnh tín dụng trong đó có bảo lãnh trái phiếu được thực hiện ngoài các tổ chức tín dụng. Tổ chức bảo lãnh này có thể do tư nhân thành lập và hoạt động bởi các định chế tài chính – đầu tư lớn của Việt Nam và các tổ chức quốc tế, cung cấp dịch vụ bảo lãnh trái phiếu và các công cụ nợ khác. Các định chế đứng ra bảo lãnh phải có mức vốn đủ lớn và luôn hoạt động để có được mức xếp hạng tín nhiệm rất cao để có thể tạo sự yên tâm cho nhà đầu tư. Việc thiết lập một định chế bảo lãnh như vậy sẽ góp

phần quản trị rủi ro bảo lãnh tốt hơn với quy chế hoạt động, phạm vi bảo lãnh, điều kiện và tiêu chí bảo lãnh, quy trình quản trị rủi ro cũng như cơ chế xử lý nợ xấu khi sự kiện nợ xảy ra, qua đó, kích thích phát triển cơ chế đầu tư và đưa dòng tiền nhàn rỗi vào kênh đầu tư dài hạn thay vì chỉ tập trung gửi ngân hàng.

Ngoài ra, các tiêu chí để được bảo lãnh có thể bao gồm việc ưu tiên các trái phiếu có kỳ hạn dài (năm năm trở lên) nhằm kích thích chức năng đầu tư của thị trường vốn và có các cấu phần hỗ trợ cho tăng trưởng xanh theo các quy định về phân loại xanh (đang được dự thảo) nhằm góp phần thực hiện mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu xanh tại Việt Nam và qua đó hướng tới việc thực hiện cam kết phát thải ròng bằng 0 của Việt Nam.

Thứ năm, ban hành khung chính sách cho sản phẩm trái phiếu xanh nhằm tận dụng nguồn vốn trong nước và quốc tế cho phát triển bền vững. Thị trường TPDN còn thiếu các sản phẩm mới có tiềm năng phát triển cơ sở nhà đầu tư, đặc biệt là các sản phẩm gắn liền với xu thế chung của nền kinh tế như trái phiếu xanh, trái phiếu xã hội, trái phiếu liên kết phát triển bền vững.

Với cam kết trở thành quốc gia trung hòa các-bon vào năm 2050, Việt Nam đang thu hút sự quan tâm rất lớn từ các nguồn vốn trong và ngoài nước vào các dự án xanh. Do đó, thị trường vốn Việt Nam cần chủ động chuẩn bị sẵn sàng để tận dụng kênh vốn xanh này. Một trong những bước đầu tiên là lựa chọn các tiêu chuẩn xanh phù hợp để áp dụng như tiêu chuẩn của Tổ chức Trái phiếu Khí hậu quốc tế (CBI), Hiệp hội Thị trường Vốn Quốc tế (ICMA), ASEAN+3 hay tiêu chuẩn phân loại dự án xanh trong nước đang được kỳ vọng ban hành trong năm nay.

Tài liệu tham khảo:

1. Chính phủ, Nghị định số 155/2020/NĐ-CP quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán;
2. Chính phủ, Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sửa đổi 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;
3. Chính phủ, Nghị định số 08/2023/NĐ-CP sửa đổi và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị 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.

Thông tin tác giả:

Nguyễn Quang Thuận – Tổng Giám đốc FiinRatings

Email: thuan.nguyen@fiingroup.vn