

THANH KHOẢN TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VÀ GIAO DỊCH MUA BÁN LẠI TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

(Kỳ 1: Tổng quan về thước đo thanh khoản và giao dịch mua bán lại trên thị trường trái phiếu chính phủ)

Trần Anh Tuấn *

Tóm tắt: Thanh khoản trên thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP) được hiểu là khả năng giao dịch nhanh chóng dễ dàng với một giá trị phù hợp và chi phí thấp. Các thước đo thanh khoản định lượng giúp loại bỏ các yếu tố có tính chất chủ quan trong việc đánh giá tính thanh khoản. Tuy nhiên, các thước đo định lượng đó cũng không thể loại bỏ được các tác động nội tại như chính sách phát triển thị trường hay tác động của chính sách tài khoản, chính sách tiền tệ. Các thước đo định lượng về thanh khoản được sử dụng gồm: (i) vòng quay tài sản; (ii) độ sâu thị trường; (iii) khả năng đáp ứng; (iv) khả năng cạnh tranh. Bài viết kỳ 1 này sẽ thảo luận tổng quan về thước đo thanh khoản được sử dụng trong đánh giá độ lỏng của thị trường TPCP. Từ cơ sở lý thuyết đó, các thước đo thanh khoản sẽ được ứng dụng để kiểm thử luận điểm: giao dịch mua bán lại giúp thúc đẩy thanh khoản trên thị trường TPCP. Việc kiểm thử được ứng dụng trên bộ dữ liệu giao dịch trên thị trường TPCP Việt Nam giai đoạn 2009-2021. Bài viết kỳ II sẽ trình bày kết quả kiểm thử.

Từ khóa: Thanh khoản, chênh lệch chào mua chào bán, cạnh tranh, trái phiếu chính phủ.

Abstract: Liquidity on the government bond market refers to the possibility to immediately execute a transaction of any scale with fair value and low costs. Quantitative measures of liquidity brings about the reasonable evaluation over liquidity on the market with least subjectivity. However, such measures can not totally remove all internal and external impacts namely the policies over the market development, the fiscal policy and the monetary policy respectively. Common measures of liquidity include but are not limited to (i) turnover ratio; (ii) market depth; (iii) immediacy; (iv) tightness. In this article, discussion on market liquidity – definition, explanation and measures will be made. And on the basis of such discussion, common measures of liquidity can be applied to test the hypothesis: government bond repurchase contracts will enhance the overall liquidity of the government bond market. The test shall be conducted with trade datasets of Vietnam government bond market for a period of 2009 to 2021. Outcomes from this test with comments will be presented in the next article.

Keywords: liquidity, bid-ask spread, competitiveness, government bonds.

* Trường ĐH KD&CN Hà Nội

I. Tổng quan

Giao dịch mua bán lại trái phiếu chính phủ (TPCP) là một trong những công cụ giao dịch quan trọng trên thị trường tài chính nói chung và thị trường giao dịch TPCP nói riêng. Công cụ giao dịch này được xem là thước đo phản ánh độ sâu của thị trường TPCP. Đối với các tổ chức kinh doanh trái phiếu, công cụ giao dịch này được sử dụng để tích trữ TPCP phục vụ hoạt động tạo lập thị trường và nghĩa vụ yết giá hai chiều. Trong hoạt động này, các tổ chức kinh doanh trái phiếu cho vay ra TPCP mà họ đang nắm giữ, nhưng chưa có nhu cầu bán, qua đó họ có thể tận dụng nguồn vốn và tăng lượng nắm giữ trái phiếu. Đối với các tổ chức kinh doanh tiền, họ sử dụng công cụ giao dịch này để cho vay tiền, nhận TPCP làm tài sản bảo đảm. Đây là giao dịch vay vốn có mức độ rủi ro thấp và tối ưu hóa được việc luân chuyển dòng tiền. Ở cấp độ vĩ mô, các ngân hàng trung ương cũng có thể bơm thanh khoản vào thị trường tiền tệ bằng việc mua vào các TPCP thông qua các hợp đồng mua bán lại.

Trong giao dịch mua bán lại, TPCP và tiền đều có thể được xem là tài sản bảo đảm an toàn cho bên đối tác khi xảy ra việc mất khả năng thanh khoản. Việc bảo đảm an toàn được thực hiện bằng việc định giá tài sản (TPCP) theo giá thị trường hàng ngày, áp dụng việc yêu cầu bổ sung tài sản bảo đảm nếu có hiện tượng bất cân xứng giữa tài sản bảo đảm và đối tượng vay (là tiền hoặc TPCP). Đây là các biện pháp nhằm bảo đảm biến động giá của TPCP không gây rủi ro trong thời hạn hiệu lực của giao

dịch mua bán lại. Biện pháp quản lý rủi ro này đảm bảo độ an toàn cao cho giao dịch mua bán lại, tuy nhiên, điểm mấu chốt là tính thanh khoản của tài sản bảo đảm – cụ thể là TPCP phải tốt để có thể theo dõi, nhanh chóng ngăn ngừa rủi ro và thanh lý được giao dịch khi cần với chi phí thấp nhất, thời gian nhanh nhất.

II. Thanh khoản trên thị trường TPCP

Thanh khoản trên thị trường tài chính được định nghĩa là khả năng giao dịch các công cụ tài chính dễ dàng và với chi phí thấp. Đây là thước đo quan trọng phản ánh sức khỏe và tính ổn định của thị trường tài chính. Tuy nhiên, góc nhìn này chỉ phản ánh thanh khoản dưới góc độ chi phí và thời gian. Lý tưởng nhất là chi phí giao dịch bằng không [8, 10] và giao dịch có thể thực hiện tức thời [4]. Nhưng thanh khoản có thể nhìn từ góc độ vòng quay tài sản, chỉ số này đo thanh khoản theo giao dịch [6]. Thị trường thanh khoản cũng có thể đo chênh lệch giữa giá chào mua, chào bán trên thị trường có nhà tạo lập thị trường, theo đó, mức độ chênh lệch giá này nhỏ, phản ánh tính cạnh tranh, mức độ sẵn sàng đáp ứng giao dịch theo nhu cầu [5]. Tuy nhiên, cũng phải thấy rằng khi quy mô giao dịch nhỏ thì khả năng đáp ứng và khả năng ảnh hưởng tới giá mới không đáng kể, còn giao dịch có quy mô lớn thì giá của giao dịch sẽ ảnh hưởng tới mặt bằng giá chung và mức độ của ảnh hưởng còn gia tăng, nếu nó cộng hưởng với các tác động xung quanh khác, như việc công bố các thông tin kinh tế, tài chính liên quan [2].

Các thước đo thanh khoản có thể

cho kết quả xung đột, tùy theo góc nhìn và đánh giá, điều này làm cho việc lý giải thanh khoản qua các chỉ báo trở lên không thống nhất. Tuy nhiên, nhìn chung, sự đồng thuận về thanh khoản dựa theo thước đo vẫn mang lại tính khả dụng cao. Có thể khái quát các thước đo hay được sử dụng khi bình luận về thanh khoản như sau:

- *Vòng quay tài sản (Turnover ratio)*: là một thước đo gián tiếp khá tốt cho thanh khoản. Khi vòng quay này cao, thường cho thấy, nó có quan hệ mật thiết với các đặc điểm phản ánh ở các thước đo thanh khoản khác như thước đo về khả năng cạnh tranh (chênh lệch lợi suất chào mua chào bán trên thị trường – McCauley and Remolona -2000);

- *Độ sâu của thị trường (Depth)*: Theo đó, khối lượng giao dịch có thể được thực hiện tức thời mà không gây ra những biến động giá tại một thời điểm cụ thể. Đây chính là đặc điểm được xem là phản ánh mức độ thanh khoản. Quy mô giao dịch và tác động tới giá thực hiện có mối quan hệ đồng chiều [9]. Do đó, thị trường thanh khoản là thị trường, mà với một quy mô giao dịch nhất định, có thể dễ dàng hiện thực hóa. Quy mô càng lớn, khả năng thực hiện nhanh và không gây ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng không đáng kể tới mặt bằng giá, sẽ cho thấy thị trường có tính thanh khoản cao. Thước đo về độ sâu của thị trường này hay được xem xét đối ứng với thước đo về mức độ/khả năng cạnh tranh.

Khả năng đáp ứng (Immediacy): thước đo này cho biết cần bao nhiêu thời gian để một giao dịch có thể thực hiện.

Thước đo này không hướng tới xem xét quy chuẩn thời gian thanh toán chung như T+..., mà nó hướng tới xác định tính sẵn sàng tham gia vào giao dịch. Có thể hiểu đơn giản, đây là khả năng mua bán tài sản một cách nhanh chóng. Khả năng này ảnh hưởng tới chi phí giao dịch. Theo Maureen O'Hara [9], việc phải chờ đợi để có thể thực hiện giao dịch có thể được xem là một loại chi phí cơ hội.

- *Khả năng cạnh tranh (Tightness)*: thước đo này cho biết mức chênh lệch giá đang thực hiện trên thị trường của một loại sản phẩm; cho biết mức giá giao dịch mà hai bên mua và bán sẵn sàng gặp nhau để thực hiện với một khối lượng giao dịch cụ thể [3]. Nó phản ánh qua mức chênh lệch giữa giá thực tế thực hiện với mức giá chào bán. Nhằm nắm bắt và đo lường tính thanh khoản qua thước đo này, chênh lệch giá chào là thước đo phù hợp để kiểm thử mức độ thanh khoản. Thước đo này đặc biệt quan trọng khi thị trường biến động, có những cú sốc hay gặp vấn đề nghiêm trọng (khủng hoảng tài chính, dịch bệnh,...). Ngay cả những sản phẩm tài chính được xem là an toàn cao như TPCP cũng có thể bị bán tháo khi thị trường gặp vấn đề, khiến cho lợi suất tăng đột biến, giá cả thay đổi bất thường.

Đánh giá thanh khoản qua nhiều thước đo hoặc một thước đo được thực hiện tương đối đồng nhất trên các thị trường trái phiếu, cổ phiếu, FX, phái sinh.... Tuy nhiên, rõ ràng là mỗi thước đo chỉ xem xét một khía cạnh và từ đó đưa ra nhận định thanh khoản. Đó có thể là khả năng đáp ứng tức thời, là chênh

lệch giá chào mua, chào bán, là vòng quay tài sản, là tần suất giao dịch, là quy mô giao dịch,... Các tiêu chí này đã được đề cập trong những nghiên cứu trên các thị trường sản phẩm tài chính khác nhau của nhiều học giả trên thế giới.

Trên thị trường TPCP, thanh khoản mặc nhiên cũng được đo bằng các thước đo thanh khoản nêu trên. Tuy nhiên, nghiên cứu thanh khoản trên thị trường TPCP đã có bước tiến dài hơn qua nghiên cứu của Michael J. Fleming [3] với phân tích và đo lường thanh khoản trên thị trường TPCP Mỹ (2001). Điểm nổi bật trong nghiên cứu này là ông đã tìm cách liên kết lại các thước đo thanh khoản để tạo ra một bức tranh tổng hợp về thanh khoản cho thị trường TPCP. Ông đã sử dụng phương pháp “Phân tích thành phần chính” (Principal Component Analysis – PCA) để phân tích thanh khoản, theo đó xem xét đồng thời các yếu tố, như khối lượng giao dịch, tần suất giao dịch, quy mô giao dịch, chênh lệch chào mua, chào bán,..... để chỉ ra tương tác giữa thước đo thanh khoản riêng biệt, từ đó giúp xác định xem thanh khoản chịu tác động từ các thành phần nào là chính. Kết quả nghiên cứu về thanh khoản của Fleming trên thị trường TPCP Mỹ [3] cho thấy không phải chỉ báo thanh khoản nào cũng có tính liên kết mạnh với nhau, mà phụ thuộc vào thị trường, dữ liệu, vào cả cách thức giao dịch, loại hàng hóa giao dịch (kỳ hạn nào), tình hình kinh tế, thị trường trong giai đoạn xem xét,.... Kết quả nghiên cứu của Fleming[] rất thú vị và hữu ích, nhưng phải lưu ý rằng ông tiến hành đo thanh khoản trên thị trường

TPCP Mỹ, vốn là thị trường rất phát triển. Vì vậy, việc xem xét nhiều thước đo đánh giá thanh khoản và kết quả là các thước đo này có sự liên kết chặt với nhau cũng có thể là logic. Kết quả xem xét từng thước đo thanh khoản riêng biệt mà Fleming thực hiện cho thấy tính thống kê tốt, điều này giúp cho việc xem xét tác động giữa các thước đo thanh khoản có ý nghĩa.

1. Các yếu tố tác động tới thanh khoản

Thanh khoản của thị trường TPCP chịu tác động của các chính sách vĩ mô liên quan: chính sách về vay nợ, trần nợ tác động trực tiếp tới quy mô thị trường; các chính sách về tiền tệ, như nới lỏng, thắt chặt tiền tệ bằng việc mua bán TPCP; chính sách về lãi suất, về ngoại hối,... Thanh khoản cũng sẽ bị ảnh hưởng bởi các chính sách về phát triển thị trường TPCP. Các chính sách thúc đẩy vai trò của PD (Primary Dealers) để tạo lập thanh khoản; chính sách về bán khống TPCP, chính sách về mua bán lại; về vay và cho vay chứng khoán; chính sách về phí và lệ phí (làm thay đổi chi phí giao dịch), đều khiến cho thanh khoản bị ảnh hưởng.

TPCP là sản phẩm chứng khoán, nên thanh khoản của TPCP cũng giống như chứng khoán (cổ phiếu, phái sinh) ảnh hưởng bởi kỳ vọng của các chủ thể kinh doanh. Các đánh giá kinh tế sẽ tác động tới nhu cầu giao dịch mua bán, nên tác động tới thanh khoản của thị trường.

2. Mục tiêu xem xét

Giao dịch mua bán lại TPCP là giao dịch với tài sản đảm bảo sử dụng TPCP.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giao dịch mua bán lại TPCP được thực hiện trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và giao dịch này có đặc điểm giống với nguyên tắc, định nghĩa phổ quát về giao dịch mua bán lại nêu trên. Giao dịch mua bán lại có chuyển quyền sở hữu và định giá tài sản bảo đảm theo giá thị trường (thể hiện trên giá của giao dịch). Do đó, nó tác động trực tiếp tới mua bán TPCP. Nói cách khác, nó tác động tới thanh khoản của giao dịch TPCP. Tất nhiên, đó là giao dịch mua bán lại, không phải là giao dịch mua bán thông thường.

Như lý giải ở định nghĩa về thanh khoản, để phân tích thanh khoản tại thị trường TPCP Việt Nam, có thể xem xét tất cả khía cạnh trong các thước đo thanh khoản trên cơ sở dữ liệu thu được và từ kết quả tính toán rút ra nhận định, đánh giá về thanh khoản trên thị trường TPCP.

Với cách đặt vấn đề ở phần tổng quan, mục tiêu là xem xét tính thanh khoản của thị trường TPCP đặt trong tương tác từ sự phát triển của giao dịch mua bán lại trên thị trường này. Với đặc điểm là một công cụ giao dịch cho vay có tài sản bảo đảm là TPCP, việc xác định đúng giá trị của tài sản bảo đảm có ý nghĩa quan trọng trong việc ngăn ngừa rủi ro cho giao dịch. Chính vì vậy, thanh khoản của thị trường có ý nghĩa đối với sự phát triển của giao dịch mua bán lại. Tuy nhiên, đây là quan hệ hai chiều, vì bản thân giao dịch mua bán lại TPCP phát triển, thì thanh khoản cũng phải cải thiện theo. Với giả thiết như vậy, kiểm tra dữ liệu giao dịch, xác định tính thanh khoản của thị trường TPCP sẽ đặt trong

tương quan đối với hoạt động giao dịch mua bán lại trên thị trường trong cùng giai đoạn.

III. Thanh khoản trên thị trường TPCP Việt Nam trong tương quan với giao dịch mua bán lại TPCP giai đoạn 2009-2021

1. Đặt vấn đề

Dựa trên lý thuyết và nghiên cứu về thanh khoản của các học giả trên thế giới nói ở trên, xem xét thanh khoản trên thị trường TPCP Việt Nam sẽ kiểm thử trên cả bốn thước đo cơ bản (vòng quay tài sản, độ sâu thị trường, khả năng đáp ứng, khả năng cạnh tranh) nhằm xác định xem theo thước đo kiểm thử nào, số liệu kiểm thử, ... có khả năng đáp ứng yêu cầu thống kê để từ đó đưa ra nhận định, đánh giá về thanh khoản và giao dịch mua bán lại.

Với những kỳ hạn/sản phẩm TPCP, khi dữ liệu thu thập có tính liên tục sẽ tiến hành xem xét đánh giá với thời gian dài nhất có thể. Với những kỳ hạn/sản phẩm TPCP không có tính liên tục hay xuất hiện sau, sẽ thực hiện so sánh tương đồng về thời gian nhằm loại bỏ khả năng gây tác động không kiểm soát: ví dụ, như tác động của tính thay thế (có nghĩa không có sản phẩm A, thì sẽ sử dụng sản phẩm B có tính chất, lợi ích tương tự).

Số liệu thu thập được kiểm tra, xem tính thống kê, phân phối của dữ liệu có phù hợp hay không. Để kiểm tra tính nhân quả, yếu tố tác động vào vật phải tạo kết quả rõ ràng, có tính thống kê khi so sánh với việc không có tác động vào vật. (Phạm Nam Khách – 2021). Điều này không dễ dàng khi so sánh tác động

của giao dịch mua bán lại TPCP đối với thanh khoản trên thị trường TPCP do việc đo lường thanh khoản thực hiện hoàn toàn trên giao dịch mua bán thông thường. Tuy nhiên, logic để kiểm thử tác động của thanh khoản tới giao dịch mua bán lại TPCP là: TPCP phải được định giá tốt để giao dịch mua bán lại TPCP có thể được hiện thực với mức độ rủi ro tối thiểu, đáp ứng được lợi ích của các bên tham gia giao dịch. Như vậy, nếu giao dịch mua bán lại tăng cùng với thanh khoản thị trường, số liệu có tính phân phối thống kê chuẩn, có thể kết luận, có mối quan hệ tương tác đồng thuận.

2. Thước đo thanh khoản

Vòng quay tài sản: thước đo này sử dụng khối lượng giao dịch và khối lượng lưu hành của chứng khoán mục tiêu nhằm tính ra tỷ lệ vòng quay tài sản. Tỷ lệ vòng quay tài sản của TPCP trong bài này được tính bằng cách lấy giá trị giao dịch TPCP trong kỳ mục tiêu chia cho

giá trị lưu hành bình quân, trong đó giá trị lưu hành bình quân là giá trị bình quân của khối lượng lưu hành đầu kỳ và cuối kỳ trong thời gian xem xét (Julie Guo and Zhan Zhang, 2020). Kỳ mục tiêu xem xét là theo năm và phân theo từng kỳ hạn chuẩn. Tỷ lệ này cho biết độ sâu, khả năng quay vòng của trái phiếu đang lưu hành.

Chênh lệch chào mua chào bán: đây là chỉ báo về khả năng cạnh tranh. Nó cho biết khả năng sẵn sàng tham gia giao dịch của một/một số thành viên chủ chốt trên thị trường khi thực hiện việc chào bán này. Mức độ chênh lệch chào mua, chào bán càng nhỏ thì tính cạnh tranh càng cao, nó cho biết thị trường có mức độ thanh khoản như thế nào. Chỉ báo này được tính theo giá trị tuyệt đối, là mức chênh lệch lợi suất bán với lợi suất mua của một kỳ hạn cụ thể (tính theo điểm cơ bản). Mức lợi suất chào này có mức giới hạn theo quy ước như bảng sau:

Kỳ hạn	Biên độ YTM Giá chào mua chào bán (điểm cơ bản)	Kỳ hạn	Biên độ YTM Giá chào mua chào bán (điểm cơ bản)
3 tháng	100.	7-10 năm	80.
6 tháng	100.	10 năm	80.
9 tháng	100.	10-15 năm	150.
1 năm	50.	15 năm	150.
2 năm	50.	15-20 năm	150.
3 năm	50.	20 năm	150.
3-5 năm	80.	20-25 năm	150.
5 năm	80.	25 năm	150.
5-7 năm	80	25-30 năm	150.
7 năm	80	30 năm	150.

Mức giới hạn này được hiểu là mức giá chào max-min hai chiều của thành viên PD (vừa đồng thời là thành viên đấu thầu trên thị trường sơ cấp và thành

viên giao dịch trên thị trường thứ cấp). Cơ sở đưa ra hạn mức chênh lệch này là dựa trên kết quả khảo sát định kỳ về nhu cầu, đánh giá của các thành viên giao

dịch do Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội thực hiện.

Mức chênh lệch giá chào mua, chào bán tính ở đây là mức chênh lệch giá tính theo tuần. Theo đó, dựa trên giá chào, đối với các kỳ hạn chuẩn mà Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội công bố của các thành viên PD và thành viên có đăng ký thực hiện chào giá hàng ngày, tính mức giá bình quân của từng kỳ hạn mục tiêu, sau đó, tính mức chênh lệch giữa mức giá bình quân chào bán của kỳ hạn mục tiêu với mức giá chào mua bình quân của kỳ hạn này.

Cách tính nêu trên có nhược điểm là bị ảnh hưởng bởi khối lượng (quy mô giao dịch) và thời gian thực hiện (Fleming – Sept 2003). Nhu cầu về khối lượng kỳ vọng, nếu có, càng lớn, khả năng đáp ứng sẽ bị ảnh hưởng bởi thực lực của thành viên chào giá và thời gian cần thiết để các bên có thể chuẩn bị đủ nguồn lực (TPCP và tiền) nhằm hoàn tất giao dịch. Ngoài ra, giá chào mua, chào bán trên hạ tầng của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội cũng không ghi nhận thông tin về khối lượng chào tương ứng.

Quy mô giao dịch: xác định quy mô giao dịch bình quân theo tuần, nhằm xác định khả năng hấp thụ giao dịch. Quy mô giao dịch lớn cho thấy thị trường có tính thanh khoản. Mỗi quy mô giao dịch sẽ tương ứng với một mức giá (dải mức giá) thực hiện nhất định, cho biết thị trường có khả năng hiện thực hóa giao dịch ở các mức giá thị trường như thế nào, trong thời gian bao lâu. Tuy nhiên, để xác định được điều này, nhất là xác định được yếu tố thời gian cần để chốt mức giá giao dịch

với khối lượng (giá trị) cụ thể, rất khó, khi các giao dịch trên hệ thống giao dịch TPCP tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội chủ yếu là giao dịch thỏa thuận, theo đó, thông tin ghi nhận về giao dịch có thể không cập nhật chính xác về giá tại thời điểm báo cáo và cũng không có thông tin về thời gian cần thiết để chốt được giao dịch giữa các bên.

Thông tin về quy mô giao dịch ở đây là thông tin về giá trị giao dịch. Về lý thuyết có thể xác định quy mô dựa trên khối lượng trái phiếu, tuy nhiên, bản thân đây là một khoản nợ, do vậy, quy mô về giá trị sẽ phù hợp hơn.

Tần suất giao dịch: thước đo này sử dụng để đánh giá khả năng đáp ứng, khả năng hiện thực hóa giao dịch sử dụng thước đo là thời gian chốt giao dịch – bao nhiêu lâu thì hoàn tất một giao dịch. Như vừa đề cập ở trên, hiện không thu thập được thông tin về thời gian này. Do vậy, cách đo gián tiếp để ước lượng là trong một khoảng thời gian đo nhất định thì thực hiện được bao nhiêu giao dịch. Nếu số lượng giao dịch thực hiện trong một khoảng thời gian đo nhất định lớn, thì thị trường có thể được xem là có tính thanh khoản tốt. Tuy nhiên, tính chất của sản phẩm giao dịch có thể làm thước đo này không phản ánh chính xác. TPCP có quy mô giao dịch khá lớn, số lượng giao dịch, khi xét trong phạm vi thời gian, không gian nhất định, có thể không cho thông tin phù hợp để đánh giá đúng thanh khoản thị trường. Ngoài ra, bản thân TPCP được xem là sản phẩm có chất lượng và thanh khoản cao nhất trên thị trường tài chính – đây là thực tế mà

các quy định của Basel III thừa nhận, vì vậy, nó luôn được xem là đáp ứng tiêu chí thanh khoản (Liquidity Coverage Ratio). Giả định này được sử dụng trong tính toán tại đây.

3. Dữ liệu phân tích

Dữ liệu được thu thập là dữ liệu giao dịch của TPCP do Kho bạc Nhà nước, Bộ Tài chính phát hành. Dữ liệu này được ghi nhận trên hệ thống giao dịch TPCP chuyên biệt và được công bố hàng ngày trên website của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Thời gian thu thập dữ liệu từ 2009 đến 2020. Khoảng thời gian này có thể co lại trong một số thước đo để phù hợp với tính chất và mục tiêu kiểm thử (ví dụ, so sánh thông tin ở các kỳ hạn TPCP, một số kỳ hạn mới xuất hiện gần đây, như kỳ hạn TPCP 10 năm mới được phát hành từ năm 2013, do vậy, khi so sánh sẽ chỉ đánh giá ở khoảng thời gian tương đương nhằm tương thích với thực tế).

Dữ liệu thu thập được xử lý trên phần mềm Excel 2003; dữ liệu không thực hiện tinh chỉnh dựa trên các giả định về tính chính xác, tính phù hợp do không đủ thông tin để thực hiện.

Dữ liệu này là dữ liệu giao dịch TPCP do Kho bạc Nhà nước phát hành bằng VNĐ; được lưu ký tập trung tại Trung tâm Lưu ký chứng khoán và niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội. Không xem xét các TPCP không niêm yết do các giao dịch phát hành trực tiếp, không công khai thông tin. Việc không xem xét hay đưa dữ liệu này vào sẽ không gây ảnh hưởng đáng kể, nếu xem xét nội dung thanh khoản có phạm vi đề cập trong bài viết này.

Đối với dữ liệu chào giá mua, chào giá bán hàng ngày, thông tin này được tập hợp từ nguồn của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội trên hạ tầng chỉ báo đường cong lợi suất. Các dữ liệu này được tạo ra bởi các thành viên PD (vừa đồng thời là thành viên sơ cấp, vừa đồng thời là thành viên thứ cấp) được cung cấp hàng ngày. Các dữ liệu này chỉ có từ năm 2013 do thời điểm này chỉ báo đường cong lợi suất chuẩn mới được đưa ra thị trường. Công cụ đường cong lợi suất chuẩn này là công cụ được công bố trên website của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Dữ liệu được thu thập là dữ liệu đã được xử lý của Sở, không phải là dữ liệu thô ban đầu.

Thị trường TPCP, theo thông lệ, luôn được tập trung xem xét, theo dõi trên các kỳ hạn chuẩn. Các kỳ hạn chuẩn này thường khớp với các kỳ hạn bình quân cần thiết để hoàn tất các dự án, chương trình kinh tế - xã hội (nguồn vốn dài hạn) hoặc các khoản chi tiêu bù đắp thiếu hụt tức thời (nguồn vốn ngắn hạn). Các kỳ hạn chuẩn này cũng thường là các kỳ hạn liên kết, các kỳ hạn phổ biến trên các thị trường khác, như thị trường tiền tệ, nên có thể dễ dàng so sánh, đánh giá khi cần. Với thông lệ như vậy, kỳ hạn mục tiêu được tập trung xem xét trong bài là:

- Với thị trường giao dịch TPCP: kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 5 năm và 10 năm. Đại diện cho các kỳ hạn ngắn, trung và dài hạn. Các kỳ hạn này phù hợp với mục tiêu vốn ngắn hạn, các dự án, chương trình trung và dài hạn trong nước cũng như theo quy ước chung của quốc tế.

- Với thị trường mua bán lại TPCP:

kỳ hạn 1 tuần, 2 tuần, 1 tháng, 3 tháng. Đây là các kỳ hạn giao dịch chiếm chủ đạo trong các giao dịch mua bán lại TPCP được ghi nhận và đó cũng là các kỳ hạn chuẩn thường được tham chiếu trên thị trường tiền tệ Việt Nam.

4. Kết luận

Giao dịch mua bán lại và thanh khoản của thị trường TPCP có mối quan hệ hai chiều, theo đó, tác động của thanh khoản làm cho giao dịch mua bán lại TPCP trở lên an toàn và hấp dẫn hơn. Ở chiều ngược lại, một thị trường giao dịch mua

bán lại phát triển sẽ giúp cải thiện thanh khoản TPCP. Nhận định trên đã được kiểm chứng ở nhiều thị trường nợ trên thế giới. Bài viết đặt ra vấn đề kiểm thử giả thiết thanh khoản trong tương quan với giao dịch mua bán lại TPCP trên thị trường nợ công Việt Nam với mục tiêu là kiểm nghiệm thực tế nhận định trên tại thị trường nợ công, từ đó, có thể gợi mở ra các chính sách trong phát triển thị trường mua bán lại TPCP cho phù hợp hơn. Kết quả kiểm thử sẽ được trình bày trong kỳ 2 của bài viết này./.

Tài liệu tham khảo

1. Ban Huy động vốn, Kho bạc Nhà nước. (2017) Đề tài nghiên cứu khoa học “Phát triển một số sản phẩm mới cho thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam”.
2. Fleming and Remolona, (1999), “Price Formation and Liquidity in the U.S. Treasury Market: The Response to Public Information.
3. Michael J. Fleming, 2001,2003 “Measuring Treasury Market Liquidity”, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Vol 9.
4. Grossman S.J. and Miller M.H. (1998), “Liquidity and Market Structure”, Journal of Finance Vol 43.
5. ICMA (2019), “ Understanding repo and the repo market”.
6. Julie Guo and Zhan Zhang, (2020), “Secondary Market Liquidity in Bonds and Asset backed Securities”.
7. Nguyễn Thị Phương Liên. (2017). “Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam”, Tạp chí Khoa học Thương mại 2017, Số 103, trang 3-12.
8. O’Hara Maureen. (1995), “Market Microstructure Theory”, Blackwell Publishers.
9. O’Hara Maureen (2004), “Overview: Market Structure Issues in Market Liquidity”.
10. Robert F. Engle, Joe Lange, 1997, “Measuring, Forecasting and Explaining Time Varying Liquidity in the Stock Market”.
11. Ths Nguyễn Thái Vinh (2020), đề tài “ Pháp luật về phát hành và giao dịch Trái phiếu chính phủ ở Việt Nam”.

Nhận ngày: 6/12/2022

Biên tập: 19/12/2022