

nhiên bởi vì tác giả đã không dự đoán rằng hiệu ứng ngày âm lịch có thể giải thích phần lớn những thay đổi trong tỷ lệ biến động giá chứng khoán Sự thay đổi giá chứng khoán chịu tác động của rất nhiều yếu tố khác: thông tin, tâm lý, ..., thị trường hiệu quả.

Như vậy, nghiên cứu này cho thấy mức độ ảnh hưởng trực tiếp của chu kỳ mặt trăng lên con người thể hiện qua quyết định đầu tư của các nhà đầu tư là tương đối nhẹ. Sự non trẻ của thị trường chứng khoán VN, quy định thời gian T+3 và biên độ dao động (+/-5% ở HOSE) cũng sẽ làm giảm tính hiệu quả và cũng có thể ảnh hưởng đến kết quả phân tích. Mặc dù vậy, nghiên cứu này đã gợi mở ý tưởng thiết lập tiêu chí đầu tư theo chu kỳ và đây cũng là tài liệu hữu ích với những nghiên cứu tiếp theo liên quan đến tính chu kỳ trên thị trường chứng khoán VN●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tran Viet Ha (2007), *Price limit regulation and herd behavior in the Vietnamese stock market*, Kyoto University

Truong Dong Loc (2006) *Equytisation and Stock-Market Development, The Case of Vietnam*, Chapter 7,8,9

Lê Trung Thành (2009) *Giám sát giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán VN*, Vietnam Development Forum (2009)

Vương Quân Hoàng (2004), "Hiệu ứng Garch trên dãy lợi suất: Thị trường chứng khoán VN 2000-2003", *Tạp chí Ứng dụng toán học*, Tập II (1), 2004, tr.15-30.

Kiểm định tính hiệu quả của TTCK VN theo lý thuyết thị trường hiệu quả, <http://www.tchdtkh.org.vn/tchitiet.asp?code=3290>



TRÁI PHIẾU HIỆU CHỈNH LẠM PHÁT Hướng đi mới để giải quyết bài toán phát hành trái phiếu cho Việt Nam

TS. NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Từ khoá: Treasury Inflation Protected Securities, TIPS

Hàng loạt các đợt phát hành trái phiếu liên tục gặp thất bại từ sau năm 2007. Nguyên nhân chính được lý giải là do kỳ vọng lạm phát quá cao. Ở một số nước, trái phiếu hiệu chỉnh lạm phát (Treasury Inflation Protected Securities, TIPS) được sử dụng để giải quyết bài toán phát hành trái phiếu cũng như làm giảm kỳ vọng lạm phát của thị trường; tuy nhiên, công cụ này chưa được nói đến nhiều tại VN.

Trong thời gian vừa qua, các đợt phát hành trái phiếu bằng đồng VN của Chính phủ hầu hết đều không thành công. Riêng năm 2010, khối lượng trái phiếu chính phủ đấu thầu thành công chỉ bằng 32,21% khối lượng gọi thầu. Lãi suất trần đấu thầu trong hầu hết các đợt phát hành đều thấp hơn lãi suất kỳ vọng của nhà đầu tư. Trong khi đó, khu vực trái phiếu doanh nghiệp có những bước phát triển mạnh mẽ. Năm 2009, trái phiếu doanh nghiệp phát hành đạt giá trị hơn 26 nghìn tỷ đồng (chiếm khoảng 20% trong cơ cấu thị trường trái phiếu); trong đó, khoảng 18 nghìn tỷ đồng là trái phiếu có lãi suất thả nổi. Đa số các đợt phát hành trái phiếu lãi suất thả

nổi lên một vấn đề là lãi suất trần đầu thầu trái phiếu chính phủ đang có trục trặc gì? Nhà nước cần thay đổi cơ chế lãi suất trái phiếu chính phủ như thế nào để huy động vốn thành công?

Lãi suất trần đầu thầu: vừa thấp vừa chậm thay đổi

Một trong những lý do khiến cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển mạnh là sự xuất hiện của trái phiếu lãi suất thả nổi. Trong bối cảnh bất ổn vĩ mô và tính khó dự báo của lạm phát, các nhà đầu tư cần một phân bù rủi ro đủ lớn để bù đắp cho những rủi ro mà họ phải đối mặt. Trái phiếu với lãi suất thả nổi đáp ứng được yêu cầu này của các nhà đầu tư. Lãi suất trái phiếu được điều chỉnh trong bối cảnh kỳ vọng lạm phát thay đổi nhanh chóng, thậm chí cả đối với trái phiếu có kỳ hạn 2,3 năm. Với cách tính lãi suất linh động này, năm 2009, các doanh nghiệp đã rất thành công trong việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu.

Thành công của khu vực trái phiếu doanh nghiệp đã chỉ ra được khiếm khuyết của cơ chế lãi suất cố định của khu vực trái phiếu chính phủ. Trong điều kiện kỳ vọng lạm phát liên tục biến động, nếu lãi suất không cao thì nhà đầu tư sẽ không muốn mua trái phiếu với lãi suất cố định. Điều này phản ánh đúng những gì diễn ra đối với các đợt phát hành trái phiếu chính phủ trong thời gian vừa qua. Trong quý I/2010, hầu hết các đợt phát hành trái phiếu chính phủ đều không thành công. Nguyên nhân được lý giải là do mức lãi suất trần đưa ra thấp, không bù đắp được những rủi ro mà nhà đầu tư phải đối mặt trong điều kiện niềm tin thị trường chưa được cải thiện. Quý II, quý

III, với những cải thiện về tình hình vĩ mô, lạm phát bắt đầu được kiểm soát, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay không quá cao, cộng với việc Bộ Tài chính đã chủ động điều chỉnh mức trần lãi suất đầu thầu và bảo lãnh trái phiếu phù hợp với mặt bằng lãi suất thị trường, các đợt phát hành trái phiếu trong giai đoạn này có những thành công đáng kể. Tuy nhiên, bước sang quý IV, cùng với những diễn biến bất lợi trong việc kiểm soát lạm phát, lãi suất huy động và cho vay tăng mạnh trở lại, mức lãi suất trần đầu thầu trái phiếu đưa ra lại không phù hợp với diễn biến thị trường lãi suất nên các đợt path hành trái phiếu đã không còn được tốt như các quý trước.

Kinh nghiệm từ nước Anh

Trong những năm cuối thập niên 1970, đầu thập niên 1980, nước Anh phải đối mặt với giai đoạn lạm phát kỳ vọng rất cao, thâm hụt ngân sách triền miên. Các chính sách nhằm thắt chặt tiền tệ và tài chính đã được triển khai một cách mạnh mẽ nhằm đưa lạm phát vào tầm kiểm soát, nhưng các nhà đầu tư kỳ vọng về lạm phát vẫn tiếp tục kéo dài. Các biện pháp thắt chặt tiền tệ được thực hiện, trong đó có việc phát hành trái phiếu nhằm giảm lượng tiền trong lưu thông. Tuy nhiên, nếu phát hành trái phiếu thông thường trong giai đoạn này, nước Anh sẽ phải đối mặt với 2 nguy cơ: (1) Nếu lãi suất danh nghĩa thấp thì sẽ không thu hút được nhà đầu tư, dẫn đến không thực hiện được chính sách thắt chặt tiền tệ; (2) Nếu lãi suất danh nghĩa cao, sau khi lạm phát giảm, ngân sách phải chi trả một khoản tiền lãi lớn, có nguy cơ làm thâm hụt ngân sách và tái diễn lạm phát. Bằng cách phát hành TIPS, nước Anh đã tiết kiệm được hàng

tỷ bảng khi lạm phát giảm mạnh và ở mức thấp, cuối cùng đẩy lạm phát kỳ vọng xuống thấp. Tình huống này cho thấy lợi thế của TIPS so với trái phiếu thông thường trong việc thực hiện các chính sách tiền tệ của Chính phủ trong giai đoạn mà lãi suất kỳ vọng của nhà đầu tư tăng rất cao.

TIPS là gì?

Đây là loại trái phiếu bảo vệ vốn gốc và lãi hàng kỳ của nhà đầu tư trước những biến động của lạm phát. Nói cách khác, TIPS được thiết kế để làm giảm rủi ro lạm phát của các khoản đầu tư. Với mục tiêu đó, trái phiếu này được thiết kế phải đi kèm với một chỉ số cụ thể. Trong ngắn hạn, thu nhập danh nghĩa của TIPS bằng thu nhập ứng với lãi suất thực công với một khoản bù đắp lạm phát.

Lợi suất trái phiếu thông thường = lợi suất thực + tỷ lệ lạm phát kỳ vọng + phần bù rủi ro lạm phát

Lợi suất TIPS = lợi suất thực + lợi suất chi trả cho mức lạm phát thực tế

Không giống với những loại trái phiếu khác, lãi suất coupon cố định là lãi suất thực và vốn, lãi hàng kỳ của TIPS sẽ được điều chỉnh khi có lạm phát. Nó sẽ tăng dần khi tỷ lệ lạm phát tăng hoặc giảm dần khi tỷ lệ lạm phát giảm. Chỉ số giá được sử dụng để điều chỉnh mức biến động lạm phát này. Với cơ chế hoạt động như vậy, TIPS có khả năng bảo vệ thu nhập thực của nhà đầu tư tốt hơn so với trái phiếu thông thường khi có biến động của lạm phát (Vanguard, 2004).

Lợi ích của TIPS

Với việc hiệu chỉnh dòng thu nhập theo lạm phát, TIPS là một công cụ hữu hiệu cho các nhà đầu tư an toàn như quỹ hưu trí, công ty

bảo hiểm, các tổ chức và nhà đầu tư cá nhân trong việc bảo vệ rủi ro của các khoản đầu tư. Ngoài ra, TIPS còn là một công cụ hiệu quả trong việc đa dạng hoá danh mục đầu tư. Thông qua việc xác định hệ số tương quan giữa các tài sản tại Mỹ, Iyer và Bender (2010) đã chứng minh rằng TIPS có hệ số tương quan thấp đối với các tài sản vốn, hàng hoá và bất động sản. Do đó, TIPS có thể được dùng để đa dạng hoá danh mục đầu tư cho các tổ chức trên.

Không chỉ các nhà đầu tư, các tổ chức phát hành cũng có được lợi ích từ TIPS. Theo Barclays (2010), những lợi ích đó là: (1) Lợi ích từ tài trợ vốn, (2) Gia tăng khả năng quản lý nợ. Thông qua việc phát hành TIPS, tổ chức phát hành có thể giảm được chi phí vay nợ khi lạm phát giảm. Lợi ích này được xem là lợi ích từ tài trợ vốn. Điều này được minh chứng rõ nét qua các đợt phát hành của Anh (1981), Brazil (2006) (Barclays, 2010). Bên cạnh đó, việc phát hành TIPS còn là động lực giúp tổ chức phát hành gia tăng khả năng quản lý nợ tốt hơn. Điều này đặc biệt đúng đối với các Chính phủ, tổ chức phát hành TIPS lớn nhất. Các chính phủ phải thực hiện các chính sách tài khoá, tiền tệ theo hướng ít gây tác động dẫn lạm phát hơn, đồng thời, phải thực hiện các chính sách nhằm cải thiện đầu tư công để làm giảm các khoản chi hàng kỳ (Dudley, 2009). Điều này sẽ làm gia tăng quản lý nợ của các tổ chức phát hành.

Bên cạnh vai trò là tổ chức phát hành, Chính phủ còn đóng vai trò là cơ quan điều tiết thị trường, phát triển TIPS mang lại cho Chính phủ một công cụ giúp đo lường được kỳ vọng lạm phát của thị trường, từ đó đưa ra được những chính sách

điều tiết hiệu quả hơn. Tuy nhiên, theo Shen và Corning (2001), bằng chứng cho việc đo lường kỳ vọng lạm phát là không rõ ràng vì tồn tại một phần bù rủi ro thanh khoản tương đối lớn trong lợi suất của TIPS. Do đó, để TIPS có thể thực hiện được chức năng đo lường kỳ vọng lạm phát, Nhà nước cần đóng vai trò đảm bảo tính thanh khoản của thị trường; đồng thời đảm bảo thị trường vận hành một cách minh bạch và hiệu quả nhằm mục tiêu làm giảm phần bù rủi ro thanh khoản.

Rủi ro của TIPS

Với TIPS, hai rủi ro lớn nhất là rủi ro biến động lãi suất thực và rủi ro thanh khoản. Theo Shen (1998), biến động lãi suất thực được xem là một yếu tố thuộc về rủi ro thị trường khi đầu tư vào TIPS. Nghiên cứu của Shen chỉ ra rằng với cùng một kỳ hạn, so với trái phiếu thông thường, trái phiếu hiệu chỉnh lạm phát sẽ trả lãi ít hơn trong thời kỳ đầu và nhiều hơn đối với các kỳ hạn về sau. Do đó, tác động của rủi ro thị trường này đến giá của trái phiếu hiệu chỉnh lạm phát lớn hơn so với các loại trái phiếu thông thường.

Bên cạnh đó, rủi ro thanh khoản cũng là một rủi ro mà hầu hết các nhà đầu tư vào TIPS phải đối mặt. Nghiên cứu của JP Morgan (1996) chỉ ra rằng thanh khoản là một rủi ro lớn mà các nhà đầu tư trái phiếu hiệu chỉnh lạm phát phải đối mặt ở Canada và Anh. Mức độ thanh khoản ở hai thị trường lớn trên là dưới mức kỳ vọng. Ngay cả tại Mỹ, nghiên cứu của Goldman Sachs (2010) cũng cho thấy rủi ro này cũng là tương đối lớn. Mặc dù giá trị giao dịch bình quân ngày trong năm 2009 là hơn 5 tỷ USD nhưng chỉ tập trung ở một số lượng trái

phiếu xác định. Điều này có nghĩa là các nhà đầu tư phải đối mặt với một mức rủi ro cao hơn khi nắm giữ những loại trái phiếu còn lại.

Điều kiện cần để hình thành thị trường TIPS

Theo Supple (2004), để hình thành và phát triển được thị trường trái phiếu hiệu chỉnh lạm phát, các quốc gia cần phải chuẩn bị các yếu tố để đảm bảo được tính thanh khoản, xây dựng được một chỉ số giá tham khảo đáng tin cậy và chuẩn bị các cơ sở hạ tầng cho thị trường này hoạt động. Đây cũng là những điều kiện chung nhất mà các nước đã được thị trường này phải xây dựng.

Đảm bảo tính thanh khoản

Đây là việc cần phải làm khi tiến hành xây dựng thị trường trái phiếu hiệu chỉnh lạm phát. Tuy từng nước mà quy định về việc đảm bảo tính thanh khoản được xây dựng trên quan điểm nào nhưng những quy định này đều hướng đến những công việc sau:

(1) Xây dựng kế hoạch phát hành rõ ràng, cụ thể: Pháp là một trong những nước thực hiện đảm bảo tính thanh khoản của thị trường thông qua những quy định về phát hành TIPS. Khi bắt đầu hình thành thị trường TIPS, Pháp quy định lịch phát hành TIPS hàng tháng, với số lượng được quy định tối thiểu 10% trong tổng lượng trái phiếu phát hành hàng năm (Couere, 2004). Với quy định này, ngay cả trong giai đoạn giảm phát 2008, “kích cỡ” của thị trường này vẫn được đảm bảo, từ đó, mức độ ổn định của thanh khoản của thị trường này vẫn được duy trì. Điều này giúp đảm bảo được độ tin cậy trong việc đo lường kỳ vọng lạm



thức điều chỉnh hay những sự thay đổi khác có liên quan. Ngoài ra, tính minh bạch trong việc tính toán các chỉ số giá còn phải được thể hiện trong việc giảm thiểu rủi ro đạo đức trong việc tính toán các chỉ số giá. Chính phủ vừa là cơ quan phát hành, vừa là cơ quan công bố chỉ số giá nên khả năng xảy ra tình trạng rủi ro đạo đức là rất cao. Do đó, để khắc phục tình trạng này, ở nhiều nước, cơ quan thực hiện thống kê chỉ số giá phải độc lập với các thành phần thị trường và không bị thiên lệch về chính trị (Barclays, 2010).

(3) Chỉ số lạm phát ổn định: Theo Supple (2004), để hình thành được thị trường TIPS, chỉ số lạm phát cần phải được ổn định. Điều này có nghĩa là các phương pháp tính toán, dữ liệu tính toán cần phải được ổn định, không dễ bị thay đổi, không có những thay đổi đột ngột hoặc thay đổi lớn mà không báo trước. Năm 2003, một phương pháp đánh giá chỉ số lạm phát mới được thực hiện ở Nam Phi đã làm cho các nhà đầu tư vào TIPS lỗ 2% khi tiến hành định giá lại trái phiếu. Điều này đã làm mất lòng tin của các nhà đầu tư vào thị trường này.

Xây dựng cơ sở hạ tầng cho thị trường

Theo Couere (2004), để thị trường này được đi vào hoạt động, các hoạt động xây dựng cấu trúc thị trường và xây dựng các khung thể chế cần phải được thực hiện, bao gồm :

(1) Xây dựng cấu trúc thị trường phù hợp: Việc xây dựng cấu trúc thị trường với từng quốc gia rất quan trọng trong việc thu hút các thành phần thị trường. Tuy đặc điểm của từng quốc gia mà mô hình thị trường có thể là mô hình thả nổi hay mô hình

phát thông qua công cụ TIPS.

(2) Hình thành được các nhà tạo lập thị trường: để khuyến khích hình thành các nhà tạo lập thị trường, một số quốc gia đã đưa ra những quy định để tạo thuận lợi cho các nhà tạo lập thị trường này. Trong quá trình xây dựng thị trường TIPS, Chính phủ Pháp đã đưa ra quy định nhằm thu hút và hình thành nên một nhóm 21 nhà tạo lập thị trường để tham gia vào các đợt đấu giá TIPS (Coere, 2004). Tương tự, các nước khác như Mỹ, Nhật, Canada, Chile,... đều có những quy định tương tự.

(3) Cấu trúc kỳ hạn: Các đợt phát hành khi có cấu trúc kỳ hạn không thống nhất sẽ dẫn đến việc không thể hình thành được đường cong lãi suất, một yếu tố rất quan trọng để tiến hành xác định mức lãi suất hợp lý của trái phiếu. Do đó, phần lớn các quốc gia có thị trường tài chính phát triển đều đưa ra những quy định để thống nhất kỳ hạn phát hành này.

Xây dựng chỉ số đáng tin cậy

Trong hoạt động phát hành TIPS, việc lựa chọn chỉ số giá

tham chiếu là điểm cốt yếu. Trong thực tế, có nhiều chỉ tiêu để có thể được lựa chọn làm chỉ số giá như: GDP deflator, CPI,... nhưng tựu trung lại, việc lựa chọn này phụ thuộc vào:

(1) Rủi ro cơ bản: Về mặt lý thuyết, bên mua và bên bán đều có những đặc thù rủi ro riêng. Việc lựa chọn chỉ số giá cần phải phù hợp với nhu cầu hạn chế rủi ro của từng bên. Do đó, để có thể bảo vệ trước lạm phát, chỉ số giá được lựa chọn cần phải phản ánh gần đúng nhất nhu cầu hạn chế rủi ro của cả hai bên. Tại Mỹ, khi thực hiện phát hành TIPS vào năm 1996, bốn chỉ số giá được đưa ra: CPI-U, CPI lõi, chỉ số chi phí tuyển dụng, chỉ số GDP deflator. Cuối cùng CPI-U được chọn vì nó dễ hiểu và phù hợp với phần lớn nhu cầu của các thành viên thị trường (Deacon, Derry, Mirfendereski, 2004).

(2) Tính minh bạch: việc thiết lập một chỉ số giá đáng tin cậy cần có những quy định rõ ràng về phương thức tính toán và về những tác động của nó đến các nhà đầu tư. Một cách lý tưởng, bản cáo bạch của đợt phát hành cần phải cung cấp chi tiết và đầy đủ các phương