



CẢI CÁCH CƠ CHẾ ĐỂ TĂNG TÍNH CHUYÊN NGHIỆP CHO THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VIỆT NAM

ThS. NGUYỄN THANH NHÃ - Học viện Ngân hàng *

Tại Việt Nam, thị trường trái phiếu chính phủ có sự phát triển tích cực với những bước tiến nổi bật cả về lượng và chất trong những năm gần đây. Tuy nhiên, so với chuẩn mực và thông lệ quốc tế, sự phát triển của thị trường trái phiếu còn có những khoảng cách nhất định. Để khắc phục tình trạng này, đồng thời mở ra hành lang pháp lý mới hỗ trợ cho sự phát triển mạnh mẽ của thị trường trong giai đoạn tới, Bộ Tài chính cũng như các thành viên thị trường đang đề xuất sửa đổi các quy định tại Nghị định số 01/2011/NĐ-CP về phát hành trái phiếu chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương.

Từ khóa: Trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, thị trường tài chính, bảo lãnh, phát hành

In Vietnam, the government bond market has experienced positive development with remarkable advancements in both quality and number. However, in comparison with international standards and norms, this development has still faced a gap between. In order to overcome this problem and open a new legal system for the market in the future, Ministry of Finance and other market stakeholders are proposing modifications to the regulations of the Decree No-1/2011/ND-CP on issuing government bonds, government-guaranteed bonds and local bonds.

Keywords: Government bond, local bonds, financial market, guarantee, issuance

Ngày nhận bài: 16/3/2018

Ngày hoàn thiện biên tập: 30/3/2018

Ngày duyệt đăng: 5/4/2018

Nhiều bước tiến tích cực

Hành lang pháp lý điều chỉnh hoạt động của thị trường trái phiếu chính phủ (TPCP) hiện tại là Nghị định số 01/2011/NĐ-CP về phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương, cũng như các văn bản hướng dẫn liên quan. Qua 6 năm thực hiện Nghị định số 01/2011/NĐ-CP, quy mô thị trường TPCP liên tục tăng trưởng. Hết năm 2017, dư nợ thị trường TPCP đạt 1.372.139

tỷ đồng, tương đương 27,4% GDP; tăng khoảng 6,6 lần so với năm 2011. Kỳ hạn phát hành TPCP có sự cải thiện qua từng năm, đặc biệt là trong giai đoạn 2013-2017. Từ năm 2013 trở về trước, TPCP chủ yếu được phát hành ở các kỳ hạn ngắn từ 5 năm trở xuống, nhưng kỳ hạn phát hành bình quân TPCP năm 2017 đạt 12,52%/năm (tăng 3,81%/năm so với mức 8,71%/năm của năm 2016, tăng 5,54%/năm so với mức 6,98 năm của năm 2015).

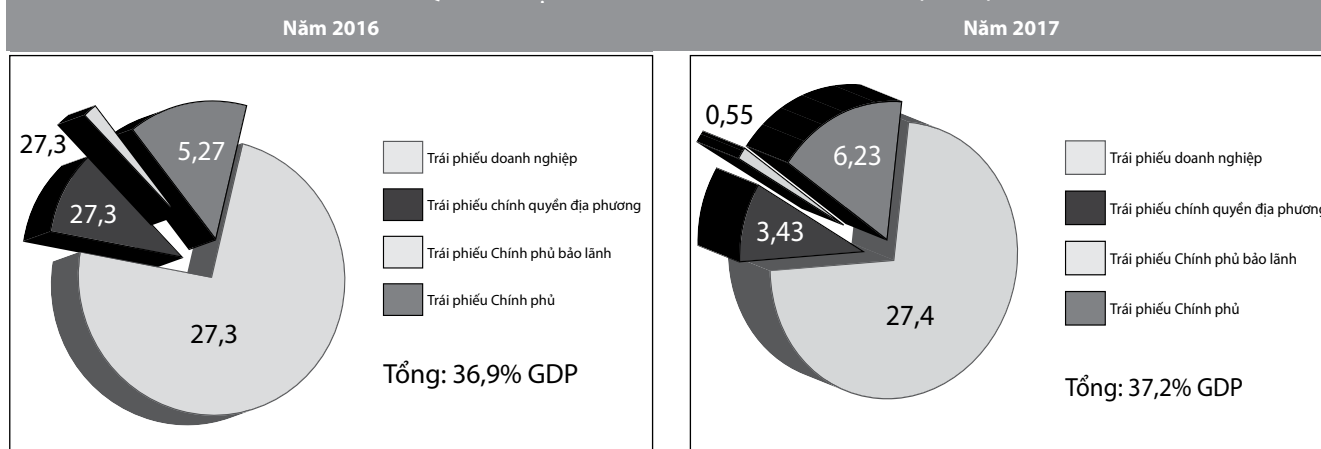
Một điểm tích cực nữa là lãi suất phát hành TPCP trong giai đoạn 2011-2017 giảm đáng kể. Bình quân lãi suất phát hành năm 2017 là 6,07%/năm, giảm 0,42% so với năm 2016, giảm 0,21% so với năm 2015 và giảm mạnh so với mức 12,01%/năm của năm 2011.

Đặc biệt, phát hành TPCP đã trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng của Chính phủ tại thị trường trong nước để phục vụ cho đầu tư phát triển, với tổng khối lượng vốn huy động chiếm 60% tổng vay nợ trong nước của Chính phủ hàng năm. Sau 6 năm triển khai Nghị định số 01/2011/NĐ-CP, tổng số vốn huy động thông qua phát hành TPCP lên đến 1.188.000 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 35%/năm.

Trong 6 năm qua, cơ cấu nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu (TTTP) đã có sự chuyển dịch tích cực theo hướng giảm sự phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM), tăng nhà đầu tư dài hạn. Đến cuối năm 2017, các NHTM nắm giữ 52,4% khối lượng TPCP, giảm mạnh so với mức 97% trước năm 2011. Các nhà đầu tư dài hạn khác nắm giữ 47,6% khối lượng TPCP.

Đặc biệt, mức độ chuyên nghiệp của thị trường TPCP có những cải tiến nổi bật trong thời gian gần

HÌNH 1: QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU NĂM 2016-2017 (%GDP)



Nguồn: Vụ Tài chính Ngân hàng (Bộ Tài chính)

đây. Điều này thể hiện qua giá trị giao dịch mua-bán lại (repo) trên thị trường thứ cấp liên tục tăng mạnh. Cụ thể, nếu như trước năm 2015, giao dịch repo luôn lép vế khi chiếm tỷ trọng nhỏ so với giao dịch mua đứt bán đoạn (outright), thì năm 2016, giao dịch repo đã vươn lên chiếm tới 40% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường. Chưa dừng lại, chốt năm 2017, theo Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với mức tăng mạnh tới 74,1% so với năm 2016, giao dịch repo đã chiếm 48,5% tổng giá trị giao dịch thị trường. Giao dịch repo tăng tiếp tục khẳng định rõ nét. Chỉ tính riêng trong tháng 2/2018, tổng khối lượng giao dịch outright đạt hơn 645 triệu trái phiếu, tương đương với giá trị giao dịch trên 73.900 nghìn tỷ đồng, nhưng tổng khối lượng giao dịch repo đạt hơn 806 triệu trái phiếu, tương đương với giá trị giao dịch trên 83.800 nghìn tỷ đồng.

Nguyên nhân lý giải giao dịch repo có tốc độ tăng trưởng nhanh là với số dư TPCP mà các NHTM đang nắm giữ trị giá khoảng trên 800.000 tỷ đồng, nhu cầu thực hiện giao dịch repo ngày càng lớn nhằm kinh doanh có hiệu quả khối tài sản này. Hơn nữa, nhu cầu dự trữ thanh khoản qua nắm giữ TPCP của các ngân hàng cao nên danh mục TPCP có giá trị lớn mà họ đang nắm giữ không chỉ được duy trì mà có khả năng còn tăng, tiếp tục góp phần gia tăng doanh số giao dịch repo thời gian tới. Năm 2017, giá trị giao dịch thứ cấp trên thị trường TPCP bình quân đạt khoảng 9.000-10.000 tỷ đồng/phiên, trong đó riêng giao dịch repo luôn chiếm khoảng một nửa. Xu hướng giao dịch repo được nhận định còn tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.

Tuy nhiên, bên cạnh những mặt tích cực trên, thị trường TPCP còn bộc lộ hạn chế, tồn tại như: Quy mô thị trường TPCP còn nhỏ, thanh khoản trên thị trường thứ cấp TPCP thiếu ổn định, hệ thống nhà tạo lập thị trường mới chỉ phát huy được vai trò trên thị trường sơ cấp. Điều này ảnh hưởng đến khả năng

huy động vốn cho ngân sách nhà nước (NSNN), cũng như sự phát triển của thị trường trong giai đoạn tới.

Thị trường sơ cấp đã đạt kết quả tốt cả về khối lượng huy động, kỳ hạn phát hành và chi phí huy động, đóng vai trò then chốt để phát triển TTTP. Tuy nhiên, so với các nước trong khu vực thì quy mô vẫn còn nhỏ, đến hết năm 2017 dư nợ TPCP chiếm khoảng 27,4% GDP, trong khi các nước trong khu vực có quy mô từ 45 - 55% GDP.

Thị trường thứ cấp phát triển mạnh trong 6 năm qua, trở thành kênh đầu tư an toàn, hiệu quả cho các định chế tài chính, đặc biệt là các NHTM và doanh nghiệp bảo hiểm. Đến cuối năm 2017, giao dịch bình quân trên thị trường thứ cấp đạt khoảng 9.214 tỷ đồng/phiên, bằng khoảng 0,67% dư nợ TPCP tăng mạnh so với mức 1.000-1.200 tỷ đồng/phiên năm 2012... Trên thị trường thứ cấp, tuy thanh khoản đã được cải thiện nhưng vẫn thiếu ổn định, đối tượng tham gia giao dịch mới chỉ tập trung vào một số tổ chức, giao dịch bình quân khoảng 410 triệu USD/phiên (bằng khoảng 0,67% dư nợ TPCP) trong khi các nước trong khu vực là khoảng 650 triệu USD-1.500 triệu USD/phiên (bằng khoảng 1%-2% dư nợ TPCP).

Về bản chất, hoạt động mua bán lại công cụ nợ trên thị trường thứ cấp là giao dịch sản phẩm tài chính với tài sản đảm bảo là TPCP. Tuy nhiên, theo hướng dẫn về giao dịch và hạch toán kế toán lại được coi là hoạt động cho vay, nên ảnh hưởng đến phân loại nợ và trích lập dự phòng của các tổ chức tín dụng. Điều này dẫn đến hạn chế các tổ chức tín dụng giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp.

Theo thông lệ quốc tế, để rút ngắn thời gian đàm phán và giảm thiểu rủi ro cho các bên khi tham gia giao dịch, cần quy định khung hợp đồng chuẩn áp dụng chung cho tất cả các giao dịch trái TPCP trên thị trường thứ cấp, trong đó quy định về nghĩa vụ của từng bên khi thực hiện giao dịch, việc xử lý tài sản đảm bảo khi một bên mất khả năng thanh toán. Tuy



nhien, hiện tại trên thị trường TPCP chưa có khung hợp đồng giao dịch chuẩn, nên hạn chế hoạt động giao dịch của các thành viên trên thị trường thứ cấp TPCP.

Hệ thống nhà tạo lập thị trường đã được quy định tại Nghị định số 01/2011/NĐ-CP, tuy nhiên mới được triển khai trên thị trường sơ cấp. Trên thị trường thứ cấp, thời gian qua đã thí điểm thực hiện nghĩa vụ chào giá hai chiều của các thành viên đấu thầu TPCP, nhưng hiệu quả còn hạn chế.

Những hạn chế, tồn tại trên, ngoài yếu tố khách quan còn do khuôn khổ pháp lý hiện hành chưa quy định về phát triển hệ thống nhà tạo lập TTTP với đầy đủ quyền lợi và nghĩa vụ theo thông lệ quốc tế; chưa có cơ chế hỗ trợ thanh khoản để các tổ chức này phát huy vai trò tạo lập thị trường, đặc biệt là trên thị trường thứ cấp như thông lệ quốc tế. Cơ chế giao dịch trái phiếu, đặc biệt là giao dịch mua bán lại TPCP của các NHTM, các tổ chức tài chính phi ngân hàng chưa đầy đủ, chưa phản ánh đúng bản chất là giao dịch giấy tờ có giá, nên ảnh hưởng đến thanh khoản của TTTP.

Cải cách cơ chế để thị trường phát triển chuyên nghiệp, bền vững

Để khắc phục những hạn chế trên, Bộ Tài chính đang hoàn thiện dự thảo Nghị định quy định về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ thay thế Nghị định số 01/2011/NĐ-CP, nhằm phát triển thị trường TPCP theo hướng ổn định, cấu trúc hoàn chỉnh; mở rộng cơ sở nhà đầu tư, tăng quy mô và chất lượng hoạt động; đảm bảo là kênh huy động vốn an toàn, hiệu quả cho NSNN, làm nền tảng cho sự phát triển của TTTP...

Tại dự thảo Nghị định, Bộ Tài chính đề xuất quy định theo hướng giao dịch mua bán lại công cụ nợ Chính phủ là giao dịch sản phẩm tài chính, được các bên thỏa thuận và thực hiện trên cơ sở hợp đồng đã ký kết. Để đảm bảo thuận tiện cho việc thực hiện, dự thảo quy định các nội dung cơ bản của hợp đồng giao dịch mua bán lại công cụ nợ Chính phủ nhằm áp dụng chung cho tất cả các thành viên thị trường, qua đó giảm thời gian đàm phán, giảm thiểu rủi ro cho các bên khi tham gia hợp đồng. Từ đó thúc đẩy hoạt động giao dịch công cụ nợ Chính phủ.

Tiếp nối quy định hiện hành về nhà tạo lập thị trường, tại dự thảo Nghị định quy định cụ thể về tiêu chuẩn, điều kiện, quyền lợi và nghĩa vụ của các nhà tạo lập thị trường trên thị trường sơ cấp, thứ cấp TPCP để làm cơ sở cho triển khai thực hiện. Nhà tạo lập thị trường phải thực hiện nghĩa vụ cơ bản là chào giá với cam kết chắc chắn trên thị trường thứ cấp như thông lệ quốc tế. Khi thực hiện nghĩa vụ này nhưng không có đủ công cụ nợ, nhà tạo lập thị trường thực hiện vay

trên thị trường. Trường hợp không vay được trên thị trường, Bộ Tài chính (Kho bạc Nhà nước) sẽ thực hiện nghiệp vụ hỗ trợ thông qua phát hành bổ sung công cụ nợ và thực hiện giao dịch mua bán lại với nhà tạo lập thị trường. Khối lượng phát hành bổ sung công cụ nợ để hỗ trợ nhà tạo lập thị trường thuộc hạn mức vay nợ hàng năm của Chính phủ. Quy định mới này tại dự thảo sẽ tạo thuận lợi cho nhà tạo lập thị trường đóng vai trò tạo thanh khoản trên thị trường sơ cấp và thứ cấp TPCP theo thông lệ quốc tế.

Bên cạnh đó, để tiếp sức cho TTTP phát triển chuyên nghiệp và lành mạnh hơn cần đa dạng hóa sản phẩm giao dịch, triển khai các sản phẩm mới như trái phiếu có lãi suất thả nổi, phái sinh trái phiếu. Mặt khác, cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống chính sách nhằm mở rộng cơ sở nhà đầu tư, thu hút vốn đầu tư nước ngoài thông qua thành lập các quỹ như: hưu trí, đầu tư trái phiếu...

Trên thị trường thứ cấp, cần cải tiến mô hình tổ chức thị trường và hệ thống giao dịch TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương tại Sở giao dịch chứng khoán phù hợp với tính chất giao dịch thỏa thuận, bảo đảm chế độ báo cáo giao dịch kịp thời, chính xác để xây dựng đường cong lãi suất chuẩn. Cần yêu cầu các nhà tạo lập thị trường thực hiện nghĩa vụ chào giá hai chiều (giá mua, giá bán) đối với các mã TPCP tiêu chuẩn nhằm tạo thanh khoản; tăng cường trách nhiệm của thành viên thị trường thứ cấp trong công tác báo cáo giao dịch...

Ngoài ra, để thị trường TPCP tiếp tục thu hút các dòng vốn tốt hơn, cần triển khai nhiều giải pháp đồng bộ, trong đó, chú trọng đến các giải pháp đa dạng hóa sản phẩm theo thông lệ và chuẩn mực quốc tế, cần có các sản phẩm phái sinh trái phiếu để đáp ứng đa dạng nhu cầu của nhà đầu tư trong và ngoài nước. Việc triển khai sớm sản phẩm phái sinh trái phiếu là cần thiết, vì không chỉ giúp nhà đầu tư có công cụ phòng ngừa rủi ro, mà còn hỗ trợ họ bảo vệ hiệu quả các thành quả đạt được trong quá trình đầu tư. Cùng với đó cần định hình cơ chế phát hành, giao dịch thuận lợi, minh bạch cả cho bên phát hành lẫn nhà đầu tư...

Tài liệu tham khảo:

1. Chính phủ, Nghị định số 01/2011/NĐ-CP về phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương;
2. Chính phủ, Dự thảo Nghị định quy định về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ thay thế Nghị định số 01/2011/NĐ-CP;
3. Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia: Báo cáo tổng quan thị trường tài chính Việt Nam năm 2017;
4. Phạm Thị Thanh Tâm, Triển vọng thị trường TPCP năm 2018- Tạp chí Tài chính số 1+2/2018;
5. Các trang điện tử: www.mof.gov.vn; www.vbma.org.vn; www.dtck.vn.