

PHÁP LUẬT CỦA NHẬT BẢN, MALAYSIA VỀ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP - BÀI HỌC KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM

ĐỖ THỊ KIỀU PHƯƠNG *

Tóm tắt: Xếp hạng tín nhiệm là hoạt động quan trọng trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Hoạt động này được thực hiện nhằm mục đích cung cấp cho các nhà đầu tư căn cứ để đưa ra quyết định đầu tư hiệu quả. Ở Việt Nam, pháp luật về xếp hạng tín nhiệm và sự phát triển của tổ chức này trên thực tế chưa tương xứng với vai trò của nó đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Bài viết kiến nghị sửa đổi, bổ sung hoặc bãi bỏ một số điều của Luật Chứng khoán năm 2019 và một số văn bản pháp luật khác về xếp hạng tín nhiệm như: Bổ sung quy định tại khoản 4 Điều 15 Luật Chứng khoán năm 2019; bổ sung quy định về trường hợp bắt buộc phải có xếp hạng tín nhiệm tối thiểu; bổ sung quy định về xếp hạng tín nhiệm đối với các doanh nghiệp niêm yết trái phiếu trên sở giao dịch chứng khoán; bãi bỏ quy định tại điểm đ khoản 1 Điều 13 Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 04/12/2018 của Chính phủ quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Từ khóa: Doanh nghiệp; thị trường trái phiếu; xếp hạng tín nhiệm

Nhận bài: 11/5/2020

Hoàn thành biên tập: 17/5/2021

Duyệt đăng: 17/5/2021

THE LAW ON CREDIT RATING IN THE ENTERPRISE MARKET OF BONDS OF JAPAN AND MALAYSIA - EXPERIENCES FOR VIETNAM

Abstract: Credit Rating is an important activity on the enterprise market of bonds. Its purpose is to supply the basis for investors to make effective investment decision. In Vietnam, the laws on Credit Rating and the development of such organisations are not in accordance with their roles in the enterprise bond market. This paper suggest recommendations to amend, supplement or abrogate some provisions of the Law on Stocks 2019 and other legal documents on credit rating. One of its suggestions are supplementing Article 15.4 of the Law on Stocks 2019; supplementing provisions on the cases that must have the minimum credit rating; supplementing provisions on credit rating for enterprises having bonds on the stocks exchanges lists; abrogating Article 13.1.đ of the Decree N^o 163/2018/ND-CP dated 4/12/2018 of the Government on the release of corporate bonds; etc.

Keywords: Enterprise; Bond market; Credit Rating

Received: May 11th, 2020; Editing completed: May 17th, 2021; Accepted for publication: May 17th, 2021

1. Khái quát về xếp hạng tín nhiệm

1.1. Khái niệm xếp hạng tín nhiệm

Theo khoản 3 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019, trái phiếu là loại chứng khoán xác

nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần nợ của tổ chức phát hành. Khi phát hành trái phiếu tức là doanh nghiệp huy động vốn vay từ người mua trái phiếu. Khi đó, quan hệ giữa doanh nghiệp và người mua trái phiếu là quan hệ giữa con nợ và chủ nợ. Trong quan hệ vay mượn tài sản,

* Thạc sĩ, Học viện Tài chính

E-mail: dothikieuphuong@hvtc.edu.vn

trước khi quyết định cho vay, chủ nợ cần được biết những thông tin về con nợ. Một trong những cách thức để thông tin về doanh nghiệp phát hành được truyền đến nhà đầu tư là kết quả xếp hạng tín nhiệm.

Theo Tổ chức quốc tế của các uỷ ban chứng khoán (International Organization of Securities Commissions - IOSCO), *“định mức tín nhiệm là sự đánh giá được hiển thị bằng hệ thống hệ số tín nhiệm đã được thiết lập và xác định về khả năng thanh toán nợ của một chủ thể, một khoản nợ, một chứng khoán nợ hoặc của người phát hành các nghĩa vụ này”*.⁽¹⁾ Theo tác giả Trần Đức Sinh thì *“xếp hạng tín nhiệm là đánh giá mức độ rủi ro vỡ nợ cho 03 loại chủ thể chính: người phát hành hay còn gọi là người có nghĩa vụ (công ti, ngân hàng, các định chế tài chính); một loại hình chứng khoán nào đó; một quốc gia”*.⁽²⁾ Như vậy, xếp hạng tín nhiệm không chỉ áp dụng cho trái phiếu của doanh nghiệp mà còn có thể áp dụng cho các loại chứng khoán khác, thậm chí cho cả một quốc gia. Do đó, *“xếp hạng tín nhiệm được hiểu là các đánh giá về năng lực tài chính, tình hình hoạt động hiện tại và triển vọng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp phát hành trái phiếu, từ đó xác định được khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành trái phiếu cho người sở hữu trái phiếu trong tương lai thông qua hệ thống xếp hạng theo kí hiệu”*.

(1). IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, The Technical Committee of IOSCO, 2008, p. 3.

(2). Trần Đức Sinh, *Định mức tín nhiệm tại Việt Nam*, Nxb. Thành phố Hồ Chí Minh, 2002, tr. 7.

1.2. Nguyên tắc và phương pháp xếp hạng tín nhiệm

Kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với một doanh nghiệp không những tác động mạnh mẽ tới vị thế cũng như danh tiếng của doanh nghiệp phát hành trái phiếu mà còn chi phối mạnh mẽ tới tâm lí của nhà đầu tư, định hướng hành vi đầu tư của họ. Vì vậy, việc xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu cần được thực hiện theo những nguyên tắc nhất định cùng với các phương pháp xếp hạng hiệu quả.

Nguyên tắc xếp hạng tín nhiệm của Công ti Cổ phần Sài Gòn Phát Thịnh Rating (sau đây gọi tắt là SaigonRatings) thể hiện ở quy định: *“SaigonRatings cam kết tuân thủ nguyên tắc hoạt động độc lập & khách quan, minh bạch, chính trực trong hệ thống quy trình nghiệp vụ chuyên môn, hệ thống kiểm soát nội bộ và quy tắc chuẩn mực đạo đức nghề nghiệp; đồng thời hướng tới mục tiêu cung cấp các sản phẩm, dịch vụ đảm bảo phù hợp với thông lệ và chuẩn mực chất lượng của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm thế giới”*.⁽³⁾ Nhóm tác giả Ngô Khánh Huyền, Phan Thanh Hà cho rằng, xếp hạng tín nhiệm được tập trung vào 04 nguyên tắc chủ yếu nhằm bảo đảm việc xếp hạng được chuyên sâu, không thiên vị, đúng thời gian, đúng thời hạn và có uy tín, gồm: 1) phân tích tín nhiệm trên cơ sở từng đợt phát hành và định hướng khách hàng; 2) đánh giá rủi ro

(3). SaigonRatings, *Nguyên tắc xếp hạng tín nhiệm*, <https://phatthinh rating.com/Document/SaigonRatings%20-%20Ph%C6%B0%C6%A1ng%20ph%C3%A1p%20X%E1%BA%BFp%20h%E1%BA%A1ng%20t%C3%ADn%20nh%E1%BB%87m.pdf>, truy cập 12/5/2021.

dài hạn dựa trên ảnh hưởng của chu kì kinh doanh và kèm theo xu hướng xem liệu một nhà phát hành có khả năng trả được nợ trong tương lai hay không; 3) đánh giá rủi ro một cách toàn diện và thống nhất dựa trên một hệ thống kí hiệu xếp hạng; 4) tính khả đoán về khả năng sinh lợi của một khoản đầu tư được đo bằng các nhân tố thúc đẩy hoặc kìm chế các nghĩa vụ tài chính của một nhà phát hành.⁽⁴⁾ Theo quy định của pháp luật Việt Nam hiện hành, hoạt động xếp hạng tín nhiệm phải tuân theo những nguyên tắc: độc lập và khách quan; trung thực; minh bạch; tuân thủ quy định pháp luật hiện hành và các điều khoản quy định tại hợp đồng xếp hạng tín nhiệm (Điều 5 Nghị định số 88/2014/NĐ-CP ngày 26/9/2014 của Chính phủ quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm). Có thể thấy, nếu như nhóm tác giả Ngô Khánh Huyền, Phan Thanh Hà đưa ra các nguyên tắc xếp hạng tín nhiệm chủ yếu dựa trên lợi ích kinh tế của một khoản đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp thì các nguyên tắc mà pháp luật Việt Nam đưa ra thể hiện sự đa chiều hơn. Các nguyên tắc xếp hạng tín nhiệm được pháp luật hiện hành xây dựng trên cơ sở không những đề cao đạo đức hành nghề của doanh nghiệp cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm mà còn tôn trọng sự thoả thuận giữa tổ chức xếp hạng tín nhiệm với khách hàng (thể hiện thông qua hợp đồng xếp hạng tín nhiệm).

Về phương pháp xếp hạng tín nhiệm, mỗi tổ chức xếp hạng tín nhiệm khác nhau

có thể có phương pháp xếp hạng khác nhau. Ví dụ: với tổ chức xếp hạng tín nhiệm Moody's, cốt lõi trong phương pháp xếp hạng tín nhiệm của Moody's nằm ở hai câu hỏi: 1) rủi ro gì khiến cho bên cho vay không nhận lại được khoản tiền gốc và lãi đúng hạn cho một khoản vay cụ thể?; 2) mức độ rủi ro này so với rủi ro của tất cả các khoản nợ vay khác là như thế nào (cao hay thấp hơn?).⁽⁵⁾ Phương pháp xếp hạng tín nhiệm của SaigonRatings bao gồm cả đánh giá định tính và đánh giá định lượng nhằm đo lường được các yếu tố rủi ro cơ bản và mức độ ảnh hưởng đến khả năng thực hiện đầy đủ, đúng hạn nghĩa vụ nợ của tổ chức được xếp hạng tín nhiệm về rủi ro ngành, rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, rủi ro của các yếu tố quản lí doanh nghiệp và rủi ro khác theo đánh giá của SaigonRatings. Đây là khung tiêu chuẩn cho phép phân tích, đánh giá có hệ thống và toàn diện khả năng của tổ chức phát hành (và/hoặc công cụ nợ) về đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính một cách kịp thời và đầy đủ.⁽⁶⁾ Tại Điều 32 Nghị định số 88/2014/NĐ-CP ngày 26/9/2014 của Chính phủ: "*Phương pháp xếp hạng tín nhiệm phải đánh giá được các yếu tố rủi ro cơ bản và mức độ ảnh hưởng đến khả năng thực hiện đầy đủ, đúng hạn nghĩa vụ nợ của tổ chức*

(5). Hiền Hòa - PSU, *Phương pháp xếp hạng tín nhiệm của Moody's*, <http://kdtqt.duytan.edu.vn/Home/ArticleDetail/vn/33/1104/bai-2-phuong-phap-xep-hang-tin-nhiem-cua-moodys>, truy cập 12/5/2021.

(6). SaigonRatings, *Phương pháp xếp hạng tín nhiệm*, <https://phatthinh rating.com/Document/SaigonRatings%20-%20Ph%C6%B0%C6%A1ng%20ph%C3%A1p%20X%E1%BA%BFp%20h%E1%BA%A1ng%20t%C3%ADn%20nhi%E1%BB%87m.pdf>, truy cập 12/5/2021.

(4). Ngô Khánh Huyền, Phan Thanh Hà, "Định mức tín nhiệm ngân hàng: kinh nghiệm thế giới và thực tiễn Việt Nam", *Tạp chí Tài chính*, số 04/2013, tr. 62.

được xếp hạng tín nhiệm, bao gồm các nội dung cơ bản sau: rủi ro vĩ mô; rủi ro thị trường và môi trường kinh doanh; rủi ro chiến lược; rủi ro quản trị; rủi ro nhân sự; rủi ro tài chính; rủi ro khác theo đánh giá của doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm”.

Mặc dù mỗi tổ chức xếp hạng tín nhiệm khác nhau có những phương pháp xếp hạng khác nhau nhưng nhìn chung khi đánh giá hệ số tín nhiệm của một doanh nghiệp, người ta thường đánh giá, phân tích tình hình hiện tại của doanh nghiệp và triển vọng tương lai qua việc xem xét các yếu tố chủ yếu: yếu tố về kinh doanh, yếu tố về quản lí, yếu tố về tài chính.

1.3. Vai trò của xếp hạng tín nhiệm

Đánh giá về tầm quan trọng của xếp hạng tín nhiệm, tác giả Hakansson cho rằng: *“Một trong những điều kiện quan trọng giúp thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển lành mạnh là vai trò của các nhà phân tích tài chính, họ có vai trò cung cấp cho nhà đầu tư lời khuyên độc lập; nhóm các nhà phân tích từ lâu đã bắt đầu hình thành cơ quan xếp hạng, trong đó cơ quan xếp hạng tốt nhất được biết đến là Moody, Standard and Poor’s và Fitch Investor; họ hỗ trợ các nhà đầu tư trái phiếu, cung cấp cơ sở xác định lãi suất trái phiếu một cách khách quan, vì vậy các cơ quan xếp hạng tín nhiệm là một trong những thành phần chính của một thị trường trái phiếu phát triển”*.⁽⁷⁾ Tác giả Thomas Keller khẳng định: *“Vai trò của tổ chức xếp hạng tín nhiệm là giúp tăng cường*

minh bạch và hiệu quả trên thị trường vốn nợ bằng cách giảm bất cân xứng thông tin giữa người vay và người cho vay. Điều này có lợi cho thị trường vì làm tăng niềm tin của nhà đầu tư. xếp hạng tín nhiệm được truyền đạt tới thị trường thông qua một hệ thống kí hiệu bắt nguồn gần 100 năm trước, xếp hạng rủi ro trên thang điểm với 9 bậc từ Aaa đến C”.⁽⁸⁾

Như vậy, có thể coi xếp hạng tín nhiệm là yêu cầu tất yếu trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Hoạt động này không chỉ có vai trò quan trọng đối với nhà đầu tư mà còn tác động tích cực tới chính doanh nghiệp phát hành trái phiếu và thị trường.

Đối với nhà đầu tư, xếp hạng tín nhiệm giúp cho họ có được những thông tin cần thiết về công ti họ dự định mua trái phiếu. Hệ thống xếp hạng tín nhiệm như một công cụ củng cố lòng tin của nhà đầu tư trong việc nhận diện và đánh giá rủi ro tín dụng, giúp họ có thể đưa ra quyết định đầu tư an toàn và có lợi nhất.

Đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu, xếp hạng tín nhiệm cũng đem lại cho họ nhiều lợi ích. Nếu doanh nghiệp phát hành trái phiếu được xếp hạng tín nhiệm ở thứ hạng cao bởi một tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín trên thế giới thì doanh nghiệp đó có nhiều điều kiện thuận lợi trong việc

(7). Hakansson Nils H, *The role of a Corporate Bond Market in an Economy and in Avoiding Crises*, UC Berkeley, 1999, p. 9.

(8). Thomas Keller, *The role and function of rating agencies*, BIS papers No-26 (2005) Developing corporate bond markets in Asia, Proceeding of a BIS/PBC seminar held in Kunming, China on 17 - 18 November 2005, p. 39, https://www.researchgate.net/profile/Jacob-Gyntelberg/publication/4736044_Corporate_Bond_Markets_in_Asia/links/0912f50978a8683fc0000000/Corporate-Bond-Markets-in-Asia.pdf#page=49, truy cập 12/5/2021.

mở rộng thị trường vốn trong và ngoài nước; được nhiều nhà đầu tư biết đến; chi phí sử dụng vốn thấp hơn (các nhà đầu tư sẵn sàng nhận mức lãi suất thấp hơn cho một trái phiếu an toàn hơn).

Đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp, xếp hạng tín nhiệm giúp nâng cao tính minh bạch của thị trường. Nhờ sự minh bạch của thị trường, các nhà đầu tư bớt e ngại trong quá trình đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, giúp thị trường trái phiếu ngày càng phát triển.

2. Kinh nghiệm của Nhật Bản và Malaysia trong việc hình thành và phát triển tổ chức xếp hạng tín nhiệm

2.1. Kinh nghiệm của Nhật Bản

Ở Nhật Bản, xếp hạng tín nhiệm chính thức được luật hoá thông qua việc ban hành Luật Công cụ tài chính và thị trường công cụ tài chính năm 1948.⁽⁹⁾ Luật Công cụ tài chính và thị trường công cụ tài chính Nhật Bản năm 1948 dành một chương quy định về tổ chức xếp hạng tín nhiệm, đó là chương III-3, từ Điều 66-27 đến Điều 66-49. Ngoài ra, năm 2007, Văn phòng Nội các Nhật Bản ban hành Sắc lệnh quy định về kinh doanh các công cụ tài chính năm 2007.⁽¹⁰⁾ Văn bản

này đưa ra các quy định hướng dẫn cụ thể về việc thành lập, hoạt động của cơ quan xếp hạng tín nhiệm đã được quy định trong Luật Công cụ tài chính và thị trường công cụ tài chính năm 1948. Bên cạnh đó, năm 2016, Cơ quan dịch vụ tài chính Nhật Bản còn ban hành hướng dẫn giám sát các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Theo quy định của các văn bản pháp luật này, tất cả các trái phiếu doanh nghiệp khi phát hành đều phải được xếp hạng tín nhiệm. Đặc biệt, Nhật Bản đã sớm có quy định về cơ quan xếp hạng được chỉ định. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp phát hành trái phiếu ở Nhật Bản phải có kết quả xếp hạng tín nhiệm của một trong các tổ chức xếp hạng được chỉ định mới được phát hành trái phiếu. Nhật Bản còn quy định mức xếp hạng cụ thể đối với mỗi loại trái phiếu, quy định giới hạn số vốn huy động từ trái phiếu phụ thuộc vào thứ hạng xếp hạng của công ty phát hành.

Pháp luật Nhật Bản quy định về tổ chức xếp hạng tín nhiệm khá chặt chẽ, hướng tới mục tiêu bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư thông qua các quy định nhằm bảo đảm tính độc lập, khách quan trong việc cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Để tăng sự tin cậy, pháp luật Nhật Bản trao quyền cấp đăng ký thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm cho người đứng đầu cơ quan hành pháp cao nhất, cụ thể: Thủ tướng Chính phủ có thẩm quyền cấp Giấy chứng nhận đăng ký thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm, tổ chức xếp hạng tín nhiệm là một tổ chức không có tư cách pháp nhân.⁽¹¹⁾ Việc quy định tổ chức xếp hạng tín

(9). Japanese Parliament, *Financial Instruments and Exchange Act*, Act No.25 of April 13, 1948, <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=2355&vm=02&re=02>, truy cập 12/5/2021.

(10). Cabinet Office, *Cabinet office Order on Financial Instruments Business*, No.52 of August 6, 2007, http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?printID=&ft=2&re=02&dn=1&yo=%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%95%86%E5%93%81&x=21&y=2&ia=03&ph=&ky=&page=1&vm=02&fbclid=IwAR2iIhAOkUiZvNa_Gzk6T_uHtAueH76G21vcdDGKnNpnbfxoQuAAZCBOFE, truy cập 12/5/2021.

(11). Japanese Parliament, *Financial Instruments and*

nhệm là doanh nghiệp không có tư cách pháp nhân có thể xuất phát từ ngành nghề kinh doanh đặc biệt của tổ chức này. Xếp hạng tín nhiệm được coi là ngành nghề kinh doanh có điều kiện, chủ sở hữu phải là người có trình độ chuyên môn nghiệp vụ nhất định và phải chịu trách nhiệm vô hạn về tài sản trong kinh doanh. Vì vậy, tổ chức tín nhiệm và chính các thành viên của nó không được góp vốn để trở thành thành viên của một tổ chức xếp hạng tín nhiệm khác. Quy định này nhằm nâng cao trách nhiệm của tổ chức xếp hạng tín nhiệm, thành viên của tổ chức. Có thể thấy, quy định này của pháp luật Nhật Bản tương tự như quy định về công ti hợp danh tại khoản 1 Điều 180 Luật Doanh nghiệp năm 2020 của Việt Nam.

Ngoài ra, để đảm bảo lợi ích cho khách hàng, tại Điều 38 - 1(iii) của Luật Công cụ tài chính và thị trường công cụ tài chính năm 1948 của Nhật Bản đưa ra quy định nếu một tổ chức xếp hạng tín nhiệm không được Thủ tướng Chính phủ cấp Giấy chứng nhận đăng kí thì phải thông báo rõ điều này với khách hàng trong quá trình cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cho khách hàng.

Pháp luật Nhật Bản đặc biệt quan tâm đến tính độc lập, khách quan, tin cậy trong hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm và nhân viên của họ để bảo đảm thông tin đưa đến nhà đầu tư là những thông tin đáng tin cậy. Tại Điều 66-32 Luật Công cụ tài chính và thị trường công cụ tài chính năm 1948 quy định cơ quan xếp hạng tín nhiệm và các

cán bộ, nhân viên của nó phải trung thực và công bằng trong việc thực hiện các dịch vụ của mình trên quan điểm độc lập. Ngoài ra, Điều 66-35 Luật này cũng quy định hàng loạt hành vi nghiêm cấm cơ quan xếp hạng tín nhiệm và cán bộ, nhân viên của họ thực hiện mà có thể ảnh hưởng xấu đến lợi ích của nhà đầu tư. Luật này cũng nhấn mạnh cơ quan xếp hạng tín nhiệm không được cho phép người khác tham gia vào dịch vụ xếp hạng tín nhiệm bằng tên của cơ quan xếp hạng tín nhiệm đó (Điều 66-34). Bên cạnh đó, Sắc lệnh quy định về kinh doanh các công cụ tài chính của văn phòng Nội các Nhật Bản năm 2007 cũng có những quy định nhằm bảo đảm tính độc lập, khách quan của cơ quan xếp hạng tín nhiệm và người trực tiếp thực hiện dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. Ví dụ: Điều 306 quy định tổ chức xếp hạng tín nhiệm phải thiết lập các hệ thống để bảo đảm hoạt động kinh doanh của tổ chức như: hệ thống đảm bảo các nhân viên sẽ thực thi nhiệm vụ của họ một cách hiệu quả; hệ thống lưu giữ và quản lí thông tin về việc thực thi nhiệm vụ của các nhân viên; hệ thống ngăn chặn việc cơ quan xếp hạng tín nhiệm cung cấp một xếp hạng tín nhiệm khác với phạm vi được cấp xếp hạng tín nhiệm; hệ thống khác để ngăn ngừa các sai sót liên quan đến xếp hạng tín nhiệm.⁽¹²⁾

Exchange Act, Act No.25 of April 13, 1948, Art 66-27, <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=2355&vm=02&re=02>, truy cập 12/5/2021.

(12). Cabinet Office, Cabinet office Order on Financial Instruments Business, No.52 of August 6, 2007, Art 306(1-b), http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?printID=&ft=2&re=02&dn=1&yo=%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%95%86%E5%93%81&x=21&y=2&ia=03&ph=&ky=&page=1&vm=02&fbclid=IwAR2iIhAOkUiZvNa_Gzk6T_uHtAueH76G21vcdDGKnNpnbfyxoQuAAZCBOFE, truy cập 12/5/2021.

Cũng ở Điều này còn có quy định về các biện pháp nhằm tránh xung đột lợi ích giữa cơ quan xếp hạng tín nhiệm, nhân viên thực hiện xếp hạng tín nhiệm với doanh nghiệp được xếp hạng tín nhiệm. Nếu có xung đột lợi ích xảy ra, các cơ quan xếp hạng tín nhiệm phải thực hiện các biện pháp bảo đảm sẽ không làm tổn hại đến lợi ích của các nhà đầu tư trong quá trình xếp hạng tín nhiệm. Đặc biệt, tại Điều 66-33(1) Luật Công cụ tài chính và thị trường công cụ tài chính năm 1948 còn quy định cơ quan xếp hạng tín nhiệm phải thiết lập một hệ thống kiểm soát nhằm bảo đảm cơ quan xếp hạng tín nhiệm thực hiện hoạt động kinh doanh xếp hạng tín nhiệm của họ một cách độc lập, công bằng.

Bên cạnh đó, pháp luật Nhật Bản xây dựng quy chế công khai về xếp hạng tín nhiệm nhằm tạo lòng tin của khách hàng đối với cơ quan xếp hạng tín nhiệm và dịch vụ do cơ quan xếp hạng tín nhiệm cung cấp. Sắc lệnh về kinh doanh các công cụ tài chính của văn phòng Nội các Nhật Bản năm 2007 quy định cơ quan xếp hạng tín nhiệm phải công bố chính sách xếp hạng của mình theo cách luôn cho phép các nhà đầu tư và người dùng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm dễ dàng tiếp cận bằng cách sử dụng Internet hoặc bất kỳ phương tiện nào khác hoặc quy định trong trường hợp cơ quan xếp hạng tín nhiệm dự định cơ quan xếp hạng tín nhiệm phải thông báo trước đối với bất kỳ thay đổi quan trọng nào trong chính sách xếp hạng của mình (Điều 314 (1, 3) Sắc lệnh về kinh doanh các công cụ tài chính của văn phòng Nội các Nhật Bản năm 2007). Tại Điều 319 (1) của Sắc lệnh này còn nhấn mạnh cơ quan xếp hạng tín nhiệm phải lưu giữ bản sao của các

tài liệu tại tất cả các văn phòng kinh doanh của mình và luôn sẵn sàng để công chúng kiểm tra, ngoài ra phải công bố chúng bằng các phương tiện như Internet để cho phép các nhà đầu tư và người sử dụng xếp hạng tín nhiệm dễ dàng kiểm tra. Thậm chí, pháp luật Nhật Bản còn ràng buộc trách nhiệm của cơ quan quản lý nhà nước về thị trường chứng khoán trong việc bảo đảm sự công khai của cơ quan xếp hạng tín nhiệm, thể hiện ở quy định tại Điều 302 của Sắc lệnh này: *“Ủy viên của cơ quan dịch vụ tài chính phải lưu giữ và cung cấp cho công chúng kiểm tra sổ đăng ký của cơ quan xếp hạng tín nhiệm có chứa thông tin về các cơ quan xếp hạng tín nhiệm mà ủy viên đã cấp đăng ký tại văn phòng của cơ quan dịch vụ tài chính”*.

2.2. Kinh nghiệm của Malaysia

Nhóm tác giả Muhamad bin Ibrahim & Adrian Wong cho rằng một trong những quy định pháp luật quan trọng giúp thị trường trái phiếu Malaysia phát triển là quy định về xếp hạng tín dụng tối thiểu. Theo nhóm tác giả: *“Trước tháng 7/2000, tất cả các trái phiếu doanh nghiệp của Malaysia đều phải bắt buộc xếp hạng tối thiểu, yêu cầu từ BBB trở lên (mức trung bình trong bảng thứ hạng đầu tư của công ti xếp hạng tín nhiệm Standard and Poor’s). Điều này mang lại niềm tin cho việc phát hành và gián tiếp giúp 02 tổ chức xếp hạng tương đối mới ở Malaysia phát triển là RAM (Rating Agency Malaysia) và MARC (Malaysian Ratings Company)”*.⁽¹³⁾

(13). Muhamad bin Ibrahim and Adrian Wong, *The corporate bond market in Malaysia*, BIS papers No-26 (2005) Developing corporate bond markets in Asia, Proceeding of a BIS/PBC seminar, Kunming, China, 2005, tr. 121, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisapap>

Trước hết, pháp luật Malaysia yêu cầu tất cả trái phiếu doanh nghiệp, dù phát hành ra công chúng hay phát hành riêng lẻ đều phải bắt buộc xếp hạng tín nhiệm. Hướng dẫn về phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ của Ủy ban Chứng khoán Malaysia năm 2014 quy định: *“Tất cả những đề nghị, lời mời đăng ký hoặc mua trái phiếu doanh nghiệp phải được đánh giá bởi cơ quan xếp hạng tín nhiệm”*.⁽¹⁴⁾ Tại Điều 4.02 của hướng dẫn này cũng quy định trong hồ sơ phát hành trái phiếu của doanh nghiệp khi đệ trình lên Ủy ban Chứng khoán để Ủy ban Chứng khoán phê duyệt phải có thông tin xếp hạng tín nhiệm của trái phiếu. Bên cạnh đó, tại Phụ lục số 3 của Hướng dẫn này quy định về hồ sơ phát hành trái phiếu mà doanh nghiệp nộp cho Ủy ban Chứng khoán để được phê duyệt ngoài những giấy tờ, thông tin về nhà phát hành; thông tin, hồ sơ về người lãnh đạo, điều hành tổ chức phát hành; chi tiết về số tiền thu được và tình hình sử dụng số tiền thu được; nguồn trả nợ chính và phụ; chi tiết về chi phí phát hành v.v.. thì còn có một bản sao thư tín của tổ chức xếp hạng tín nhiệm cung cấp xếp hạng đối với trái phiếu chào bán và phải ghi rõ là xếp hạng tín nhiệm được chỉ định hay không chỉ định cùng với tên tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Bên cạnh việc quy định bắt buộc xếp hạng tín nhiệm đối với trái phiếu phát hành, pháp luật của Malaysia cũng gián tiếp

quy định điều kiện xếp hạng tín nhiệm đối với việc giao dịch, chuyển nhượng trái phiếu. Tuy không bắt buộc chặt chẽ như đối với trường hợp phát hành nhưng chào bán, chuyển nhượng trái phiếu cũng phải tuân theo quy định về xếp hạng tín nhiệm ở mức độ nhất định. Ví dụ quy định tại Điều 4A2, chương 4A của Hướng dẫn phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ của Ủy ban Chứng khoán Malaysia năm 2014: *“Trái phiếu doanh nghiệp chưa được xếp hạng có thể được chuyển nhượng và giao dịch miễn là trái phiếu đã được phát hành trên thị trường ít nhất 02 năm hoặc trái phiếu chỉ được cung cấp cho những nhà đầu tư chuyên nghiệp”*.

Bên cạnh đó, pháp luật Malaysia còn quy định về xếp hạng tín nhiệm được chỉ định, thậm chí tổ chức xếp hạng tín nhiệm được chỉ định có thể là tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế. Ví dụ quy định: *“Tổ chức phát hành trái phiếu không được thay thế tổ chức xếp hạng tín nhiệm được chỉ định trong thời hạn của trái phiếu trừ khi có sự đồng ý của nhà đầu tư”* tại Điều 4.10 hoặc quy định: *“Một tổ chức phát hành trái phiếu được thành lập tại Malaysia có thể chỉ định xếp hạng tín nhiệm quốc tế”* tại Điều 4.07 của Hướng dẫn phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ của Ủy ban Chứng khoán Malaysia năm 2014.

Để bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư thông qua hoạt động xếp hạng tín nhiệm, pháp luật Malaysia quy định khá chặt chẽ về chế độ cung cấp thông tin và báo cáo. Trước hết, tất cả các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước phải đăng ký thành lập với Ủy ban Chứng khoán Malaysia. Ủy ban Chứng

26p.pdf, truy cập 12/5/2021.

(14). Securities Commission Malaysia, Guidelines on Private debt securities, Suruhanjaya Sekuriti, 2014, 4.01, <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.aspx?id=c5acb724-be42-4cab-89bc-f494502fbea8>, truy cập 12/9/2020.

khoán Malaysia là cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán. Trong suốt vòng đời của trái phiếu, từ khi phát hành trái phiếu đến khi trái phiếu đáo hạn, những thông tin về xếp hạng tín nhiệm trái phiếu phải báo cáo Ủy ban Chứng khoán. Ví dụ: trong Hướng dẫn của Ủy ban Chứng khoán về trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu Hồi giáo năm 2019 có quy định về những thông tin và tài liệu tổ chức phát hành phải nộp cho Ủy ban Chứng khoán (thông tin ban đầu) gồm: danh sách trái phiếu công ti hoặc trái phiếu Hồi giáo sẽ phân phối, mã chứng khoán, xếp hạng tín nhiệm, tổ chức xếp hạng tín nhiệm, ngày phát hành, ngày đáo hạn v.v..⁽¹⁵⁾ Ngoài ra, hàng quý tổ chức phát hành phải gửi thông tin, tài liệu để báo cáo quý, gồm: mã chứng khoán, mô tả chứng khoán, xếp hạng tín nhiệm, tổ chức xếp hạng tín nhiệm, tổng số lượng bán được của nhà phân phối (trong kì báo cáo), giá phân phối, giá giao dịch cuối cùng (tại thời điểm cuối tháng), lợi tức giao dịch cuối cùng (tại thời điểm cuối tháng) (Phần 1, 1(a) phụ lục 3, Hướng dẫn của Ủy ban Chứng khoán về trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu Hồi giáo năm 2019). Pháp luật Malaysia bảo đảm những thông tin về xếp hạng doanh nghiệp phát hành luôn đến với nhà đầu tư liên tục và sớm nhất thông qua các quy định như: tổ chức phát hành phải đảm bảo công bố báo cáo xếp hạng đã được cung cấp bởi cơ quan xếp hạng tín nhiệm

ngay sau khi xếp hạng được hoàn tất hoặc ít nhất 07 ngày làm việc trước khi phát hành trái phiếu doanh nghiệp; hoặc tổ chức phát hành phải cung cấp thông tin liên quan một cách liên tục và kịp thời cho cơ quan xếp hạng tín nhiệm, điều này nhằm đảm bảo rằng cơ quan xếp hạng tín nhiệm có thể cung cấp liên tục cho các nhà đầu tư thông tin về xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp (Điều 4.08 và 4.09 của Hướng dẫn phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ của Ủy ban Chứng khoán Malaysia năm 2014).

Sự toàn diện và thống nhất của pháp luật Malaysia về xếp hạng tín nhiệm cũng như những quy định thể hiện sự “đồng đều” của chính phủ Malaysia đối với các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong những ngày đầu mới thành lập còn bỏ ngõ đã góp phần thúc đẩy thị trường trái phiếu doanh nghiệp Malaysia phát triển như hiện nay. Khi thị trường phát triển tương đối, việc sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm trở thành văn hoá thì Malaysia đã bỏ điều kiện định mức tín nhiệm bắt buộc từ tháng 01/2017 và để cho thị trường tự quyết định. Từ năm 2017 đến nay, các trái phiếu doanh nghiệp phát hành ở Malaysia không phải áp dụng xếp hạng tín nhiệm bắt buộc, trừ trường hợp trái phiếu hồi giáo phát hành ra công chúng bán cho nhà đầu tư cá nhân.

Nghiên cứu các quy định pháp luật của Nhật Bản và Malaysia về xếp hạng tín nhiệm, tổ chức xếp hạng tín nhiệm cho thấy:

Thứ nhất, Nhật Bản và Malaysia đều sớm xây dựng và từng bước hoàn thiện hệ thống pháp luật về xếp hạng tín nhiệm nhằm tạo điều kiện cho sự ra đời và phát triển của tổ chức xếp hạng tín nhiệm – tổ chức đóng

(15). Securities Commission Malaysia, *Guidelines on seasoned corporate bonds and sukuk*, Suruhanjaya Sekuriti, 2019, part 2, 1(a) appendix 1, <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=ad8687d5-7216-4bdc-b69f-5ee5c976e47e>, truy cập 12/5/2021.

vai trò quan trọng trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Nhờ có sự quan tâm của Chính phủ trong việc xây dựng pháp luật về xếp hạng tín nhiệm mà các tổ chức xếp hạng tín nhiệm có điều kiện hình thành, phát triển và phát huy vai trò của mình trên thị trường các quốc gia này. Ngoài các tổ chức xếp hạng tín nhiệm có uy tín được thành lập trong nước, những quốc gia này còn thu hút được sự tham gia của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm lớn trên thế giới (ví dụ Moody's Investor Service (Moody's), Standard and poors Corporation (S&P) trên thị trường Nhật Bản). Thậm chí, một số tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong nước có danh tiếng vượt qua khỏi biên giới quốc gia (ví dụ RAM - Rating Agency Malaysia và MARC - Malaysian Ratings Company của Malaysia).

Thứ hai, Nhật Bản và Malaysia đã xây dựng hệ thống pháp luật về xếp hạng tín nhiệm, tổ chức xếp hạng tín nhiệm với những quy định cụ thể, rõ ràng, hướng tới mục tiêu tạo điều kiện cho các tổ chức xếp hạng tín nhiệm hình thành và phát huy vai trò của mình.

Hệ thống pháp luật của Nhật Bản, Malaysia đều quy định rõ ràng, cụ thể về điều kiện xếp hạng tín nhiệm trong quá trình phát hành trái phiếu của doanh nghiệp cũng như quy định chi tiết về quá trình thành lập, tổ chức, hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Các quy định này trước hết được ghi nhận trong các Luật. Ngay trong các văn bản luật này đều có phần riêng biệt quy định về tổ chức xếp hạng tín nhiệm (có thể là một chương hoặc một số điều của luật). Ngoài ra,

các nước đều có hệ thống hướng dẫn (Guidelines) của cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán để hướng dẫn áp dụng cụ thể về xếp hạng tín nhiệm, thành lập và hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Hệ thống văn bản này có các quy định nhằm tạo điều kiện phát triển hệ thống tổ chức xếp hạng tín nhiệm và nâng cao chất lượng của hoạt động xếp hạng tín nhiệm như: quy định trái phiếu doanh nghiệp bắt buộc phải được xếp hạng tín nhiệm; quy định về xếp hạng tín nhiệm tối thiểu; quy định về khối lượng trái phiếu phát hành phụ thuộc vào mức tín nhiệm; quy định về tổ chức xếp hạng tín nhiệm được chỉ định; quy định về xếp hạng tín nhiệm đối với các chứng khoán khác ngoài trái phiếu doanh nghiệp; quy định về nguyên tắc độc lập, khách quan trong quá trình thực hiện xếp hạng tín nhiệm của tổ chức xếp hạng tín nhiệm; quy định về nghĩa vụ cung cấp thông tin trung thực của tổ chức được xếp hạng tín nhiệm; quy định về cơ chế kiểm soát nội bộ trong tổ chức xếp hạng tín nhiệm...

3. Thực trạng pháp luật về xếp hạng tín nhiệm và một số giải pháp nhằm hoàn thiện pháp luật về xếp hạng tín nhiệm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

3.1. Thực trạng pháp luật về xếp hạng tín nhiệm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Ngày 26/9/2014, Chính phủ Việt Nam đã ban hành Nghị định số 88/2014/NĐ-CP quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. Đây được xem là văn bản pháp luật hoàn chỉnh đầu tiên về hoạt động của tổ chức xếp hạng

tín nhiệm ở Việt Nam. Nghị định này quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và điều kiện hoạt động của doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm được thành lập, hoạt động tại Việt Nam. Bên cạnh đó, Luật Chứng khoán năm 2019 cũng bổ sung quy định bắt buộc xếp hạng tín nhiệm đối với việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng (trừ phát hành trái phiếu chuyển đổi ra công chúng) (điểm g khoản 3 Điều 15 Luật Chứng khoán năm 2019).

Mặc dù đã có khung pháp lý cho sự ra đời của tổ chức xếp hạng tín nhiệm ở Việt Nam cũng như khung pháp lý cho hoạt động xếp hạng tín nhiệm nhưng ở Việt Nam hiện nay tổ chức xếp hạng tín nhiệm chưa phát triển và hoạt động khá mờ nhạt. Năm 2015, Công ty Cổ Phần Sài Gòn Phát Thịnh Rating (mã số doanh nghiệp: 0313375448) là đơn vị đầu tiên được cấp phép đánh giá xếp hạng tín nhiệm và chưa có bất kì tổ chức xếp hạng tín dụng quốc tế nào hoạt động tại Việt Nam. Một trong những lí do khiến thị trường xếp hạng tín nhiệm ở Việt Nam cũng như sự hình thành, phát triển của tổ chức xếp hạng tín nhiệm ở Việt Nam kém phát triển là hệ thống pháp lý về tổ chức xếp hạng tín nhiệm tuy đã có nhưng chưa tạo điều kiện cho việc phát triển của tổ chức này. Điều này được thể hiện thông qua những nội dung sau:

Thứ nhất, hệ thống pháp luật hiện hành quy định về xếp hạng tín nhiệm còn khá mờ nhạt, chưa tương xứng với tầm quan trọng của hoạt động xếp hạng tín nhiệm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Mặc dù ngày 26//2014, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 88/2014/NĐ-CP quy

định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm nhưng cho đến 05 năm sau, văn bản này mới chứng tỏ được sự “có lí” cho sự tồn tại của mình. Bởi lẽ, khi Luật Chứng khoán năm 2019 ra đời, lần đầu tiên pháp luật Việt Nam mới có quy định về xếp hạng tín nhiệm như một điều kiện bắt buộc đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Điều này có nghĩa là trong suốt thời gian khoảng 05 năm sau khi Nghị định số 88/2014/NĐ-CP và trước khi Luật Chứng khoán năm 2019 ra đời, những quy định trong Nghị định số 88/2014/NĐ-CP gần như “vô nghĩa”. Các cá nhân, tổ chức hiện nhiên không thành lập doanh nghiệp khi họ biết rằng dịch vụ do doanh nghiệp của mình cung cấp không có khách hàng sử dụng.

Bên cạnh đó, văn bản pháp luật quy định trực tiếp và đầy đủ nhất về xếp hạng tín nhiệm và tổ chức xếp hạng tín nhiệm ở Việt Nam là một văn bản dưới Luật (Nghị định số 88/2014/NĐ-CP). Tại Luật Chứng khoán năm 2019 cũng chỉ có một điểm quy định về xếp hạng tín nhiệm (điểm g khoản 3 Điều 15). Trước đó, Luật Chứng khoán năm 2006 không có quy định về xếp hạng tín nhiệm, tổ chức xếp hạng tín nhiệm.

Mặc dù là văn bản pháp luật đầu tiên chính thức quy định kết quả xếp hạng tín nhiệm và là một trong những điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp nhưng Luật Chứng khoán năm 2014 mới chỉ quy định bắt buộc xếp hạng tín nhiệm đối với việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng. Ngoài ra, theo Luật Chứng khoán năm 2019 không phải trái phiếu nào phát hành ra công chúng cũng bắt buộc có kết quả xếp hạng tín nhiệm. Tại điểm g khoản 3

Điều 15 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định một trong những điều kiện chào bán trái phiếu ra công chúng là “*có kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với tổ chức phát hành trái phiếu theo quy định của Chính phủ về các trường hợp phải xếp hạng tín nhiệm và thời điểm áp dụng*”. Theo Luật Chứng khoán năm 2019, điều kiện này không bắt buộc với trường hợp phát hành trái phiếu chuyển đổi ra công chúng (khoản 4 Điều 15).

Đối với phát hành trái phiếu riêng lẻ, pháp luật Việt Nam hiện nay không quy định bắt buộc doanh nghiệp phải có kết quả xếp hạng tín nhiệm. Điểm đ khoản 1 Điều 13 Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 04/12/2018 quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp quy định một trong những giấy tờ có trong hồ sơ phát hành trái phiếu riêng lẻ là: “*kết quả xếp hạng tín nhiệm của tổ chức xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu và loại trái phiếu phát hành (nếu có)*”. Với quy định này, có thể hiểu xếp hạng tín nhiệm chỉ là một hoạt động nhà nước khuyến khích mà không bắt buộc đối với phát hành trái phiếu riêng lẻ.

Bên cạnh đó, Luật Chứng khoán năm 2019 cũng chỉ quy định chung chung là “*có kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với tổ chức phát hành trái phiếu*” (điểm g khoản 3 Điều 15) mà không quy định rõ là phải đạt mức xếp hạng nào. Vì vậy, quy định bắt buộc này khi thi hành trên thực tế có thể sẽ trở thành quy định không có giá trị.

Thứ hai, chưa có các quy định thể hiện sự “*đỡ đầu*” của Chính phủ đối với các tổ chức xếp hạng tín nhiệm là một trong những

loại hình kinh doanh dịch vụ cao cấp của thị trường chứng khoán, hoạt động đòi hỏi tính độc lập, tính tin cậy và chuyên nghiệp để hướng dẫn đầu tư. Bên cạnh đó, ở Việt Nam, khái niệm xếp hạng tín nhiệm còn xa lạ với các doanh nghiệp trong khi ở nhiều quốc gia trên thế giới, xếp hạng tín nhiệm đã trở thành văn hoá. Các doanh nghiệp Việt Nam chưa sẵn sàng bỏ tiền để chi trả cho các dịch vụ này. Vì vậy, việc ra đời và hoạt động của tổ chức xếp hạng tín nhiệm là rất khó khăn trong điều kiện hiện tại. Để khuyến khích thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm, Nhà nước cần có quy chế pháp lý nhằm hỗ trợ ban đầu cho tổ chức này.

3.2. Một số giải pháp nhằm hoàn thiện pháp luật về xếp hạng tín nhiệm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam

Thứ nhất, Nhà nước cần quy định chặt chẽ, rõ ràng hơn về xếp hạng tín nhiệm, tương xứng với tầm quan trọng của hoạt động này đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Các quy định pháp luật về áp dụng xếp hạng tín nhiệm ở Việt Nam hiện nay chủ yếu dừng ở mức khuyến nghị. Điều này dẫn tới vòng tròn luẩn quẩn giữa nhu cầu xếp hạng tín nhiệm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và sự phát triển của thị trường. Vì vậy, để phát triển thị trường xếp hạng tín nhiệm, Nhà nước cần quy định chặt chẽ hơn về xếp hạng tín nhiệm, cụ thể như sau:

- Bổ sung quy định tại khoản 4 Điều 15 Luật Chứng khoán năm 2019 về điều kiện xếp hạng tín nhiệm đối với trường hợp phát hành trái phiếu chuyển đổi ra công chúng.

Luật Chứng khoán năm 2006, Luật Chứng khoán năm 2019 đều không yêu cầu

doanh nghiệp phải đáp ứng điều kiện về xếp hạng tín nhiệm khi phát hành trái phiếu chuyển đổi ra công chúng. Trái phiếu chuyển đổi trong tương lai sẽ trở thành cổ phiếu, cổ phiếu là chứng khoán vốn nên yêu cầu xếp hạng tín nhiệm không cần thiết. Tuy nhiên, trên thực tế, có trường hợp phát hành trái phiếu này nhưng không được chuyển đổi thành cổ phiếu (ví dụ: trường hợp Ngân hàng Thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam).⁽¹⁶⁾ Vì vậy, pháp luật nên yêu cầu các doanh nghiệp khi phát hành trái phiếu chuyển đổi phải thỏa mãn điều kiện xếp hạng tín nhiệm đối với loại trái phiếu này. Việc bổ sung quy định này vừa bảo đảm quyền lợi của nhà đầu tư, vừa có tác dụng hạn chế phát hành loại trái phiếu này – loại trái phiếu được cho là không nên khuyến khích doanh nghiệp phát hành vì có thể đẩy doanh nghiệp và nhà đầu tư vào thế rủi ro. Việc phát triển loại hình trái phiếu tương đối hiện đại này phù hợp với một thị trường đã phát triển, trong khi đó ở Việt Nam, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang được xếp vào nhóm thị trường mới nổi.

- Bổ sung quy định tất cả các trường hợp phát hành trái phiếu ra công chúng (trừ trái phiếu có bảo đảm) bắt buộc phải có xếp hạng tín nhiệm tối thiểu.

Luật Chứng khoán năm 2019 quy định bắt buộc xếp hạng tín nhiệm đối với việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng nhưng không quy định rõ mức xếp

hạng tín dụng. Vì vậy, pháp luật cần quy định rõ doanh nghiệp phát hành trái phiếu ra công chúng phải đạt xếp hạng ở một mức nhất định mà không nên quy định chung chung, “có kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với tổ chức phát hành trái phiếu”. Việc quy định mức xếp hạng cụ thể giúp thị trường lựa chọn được những trái phiếu chất lượng. Tuy nhiên, trong giai đoạn đầu của lộ trình áp dụng xếp hạng tín nhiệm, thay vì cùng một lúc bắt buộc tất cả các trường hợp phát hành trái phiếu đều phải có xếp hạng tín dụng tối thiểu như Malaysia thì Việt Nam chỉ nên áp dụng quy định bắt buộc này đối với phát hành trái phiếu ra công chúng. Đối với trái phiếu có bảo đảm chưa cần bắt buộc xếp hạng tín nhiệm. Tuy nhiên, để đảm bảo hơn cho trường hợp này, pháp luật nên quy định về hợp đồng trái phiếu và trong hợp đồng phải có điều khoản về tài sản bảo đảm hoặc các bên có thể giao kết hợp đồng bảo đảm riêng (hợp đồng thế chấp, hợp đồng bảo lãnh).

- Bổ sung quy định tất cả các doanh nghiệp niêm yết trái phiếu trên sở giao dịch chứng khoán phải có xếp hạng tín nhiệm.

Pháp luật cần đưa ra quy định các công ty có trái phiếu niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán bắt buộc xếp hạng tín nhiệm, bao gồm cả trái phiếu chào bán ra công chúng và trái phiếu chào bán riêng lẻ. Khi một trái phiếu niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán đồng nghĩa với việc trái phiếu đó sẽ được giao dịch công khai trước công chúng, trong số đó có nhiều nhà đầu tư không chuyên nghiệp. Việc xếp hạng tín nhiệm đối với trái phiếu niêm yết giúp các

(16). Mạc San, *Trái phiếu chuyển đổi: chuyện ở Ta*, <http://vneconomy.vn/chung-khoan/trai-phieu-chuyen-doi-chuyen-o-ta-63393.htm>, truy cập 12/5/2021.

nhà đầu tư không chuyên nghiệp có lựa chọn an toàn hơn, đồng thời tạo uy tín cho bản thân doanh nghiệp được xếp hạng tín nhiệm. Bên cạnh đó, việc bắt buộc xếp hạng tín nhiệm đối với các trái phiếu niêm yết còn nhằm tạo ra nguồn hàng có chất lượng cho thị trường, đồng thời tạo nguồn thu hợp lý ban đầu cho các công ti xếp hạng tín nhiệm.

- Bãi bỏ quy định “*kết quả xếp hạng tín nhiệm của tổ chức xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu và loại trái phiếu phát hành (nếu có)*” tại điểm d khoản 1 Điều 13 Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 04/12/2018 quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Mặc dù theo quy định trên, đối với phát hành riêng lẻ, yêu cầu về kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với tổ chức phát hành chỉ trong trường hợp “nếu có” nhưng cũng dễ dẫn tới cách hiểu là doanh nghiệp phát hành riêng lẻ cần có kết quả xếp hạng tín nhiệm. Về mặt nguyên tắc, pháp luật không cấm tổ chức phát hành riêng lẻ sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm, thậm chí còn khuyến khích việc này. Tuy nhiên, cho dù doanh nghiệp phát hành riêng lẻ “tự nguyện” sử dụng dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và có kết quả xếp hạng tín nhiệm thì pháp luật cũng không được yêu cầu doanh nghiệp phải có kết quả xếp hạng tín nhiệm trong hồ sơ phát hành trái phiếu. Bên cạnh đó, xu hướng trong tương lai, việc phát hành trái phiếu riêng lẻ chỉ giới hạn cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, trong khi đó các nhà đầu tư chuyên nghiệp đủ khả năng để đánh giá mức độ rủi ro của trái phiếu. Do đó, trong giai đoạn này, đối với hình thức phát hành trái phiếu riêng lẻ, không cần thiết phải có xếp hạng tín nhiệm.

Thứ hai, xây dựng quy chế pháp lý nhằm hỗ trợ cho các tổ chức định mức tín nhiệm trong giai đoạn đầu khi mới thành lập. Chính phủ có thể hỗ trợ các tổ chức này bằng một số quy định như:

- Các quy định nhằm bảo đảm tính độc lập, khách quan trong hoạt động của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm.

Thông thường một đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp có sự tham gia của 03 bên: doanh nghiệp phát hành; đơn vị tư vấn/phân phối/bảo lãnh; nhà đầu tư. Trong cuộc phát hành này, cả doanh nghiệp phát hành và đơn vị tư vấn/phân phối/bảo lãnh đều có lợi khi trái phiếu được phát hành thành công. Vì vậy, nếu không có tổ chức xếp hạng tín nhiệm (độc lập với 02 chủ thể trên) thì nhà đầu tư hoàn toàn phụ thuộc vào các thông tin được doanh nghiệp công bố và có thể gặp nhiều rủi ro. Vì vậy, nhà nước cần xây dựng hệ thống quy định pháp luật nhằm bảo đảm tính độc lập nhất định của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm trong mối quan hệ với doanh nghiệp phát hành và với đơn vị tư vấn/phân phối/bảo lãnh phát hành trái phiếu.

Để bảo đảm tính độc lập, khách quan của tổ chức xếp hạng tín nhiệm, Nhà nước cần ban hành những quy định sau:

Nhóm quy định nhằm mục đích kiểm soát mối quan hệ, đặc biệt là sự liên quan về quyền lợi kinh tế giữa tổ chức xếp hạng tín nhiệm với chủ thể được định mức tín nhiệm như: cấm tổ chức xếp hạng tín nhiệm và nhân viên của họ những nhiều doanh nghiệp được xếp hạng tín nhiệm để nhận tiền hoặc lợi ích khác; yêu cầu phải niêm yết công

khai giá cả dịch vụ xếp hạng tín nhiệm; cấm sử dụng kết quả xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp phát hành để làm căn cứ xác định chi phí dịch vụ xếp hạng tín nhiệm; cấm doanh nghiệp phát hành trái phiếu thực hiện hành vi đe dọa, cưỡng ép, mua chuộc tổ chức xếp hạng tín nhiệm để làm sai lệch kết quả xếp hạng tín nhiệm theo hướng có lợi cho doanh nghiệp phát hành...

Nhóm quy định nhằm bảo đảm tính độc lập về nghề nghiệp kinh doanh của tổ chức xếp hạng tín nhiệm, tránh xung đột lợi ích giữa doanh nghiệp phát hành và tổ chức xếp hạng tín nhiệm như: các doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm không được kinh doanh trong các lĩnh vực có lợi ích liên quan đến đối tượng được xếp hạng tín nhiệm (như môi giới, tư vấn, bảo lãnh phát hành chứng khoán...); các doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm không góp vốn vào tổ chức được xếp hạng tín nhiệm; người trực tiếp thực hiện xếp hạng tín nhiệm cho doanh nghiệp phát hành không được góp vốn vào doanh nghiệp phát hành trong thời gian thực hiện hợp đồng xếp hạng tín nhiệm; người quản lý, điều hành doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm không được đồng thời là vợ, chồng, cha, mẹ, con, anh chị em ruột của người quản lý, điều hành trong doanh nghiệp phát hành trái phiếu...

- Cần có các quy định ưu tiên cho các hoạt động đầu tư vào trái phiếu có xếp hạng tín nhiệm.

Cần có những quy định “ứng xử” khác nhau giữa trái phiếu có và không có xếp hạng tín nhiệm để thúc đẩy cầu đầu tư vào trái phiếu có xếp hạng tín nhiệm. Từ đó, từng bước hình thành và phát triển thị trường

xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam. Ví dụ như quy định không chế lượng vốn doanh nghiệp được huy động qua phát hành trái phiếu theo mức xếp hạng tín nhiệm, mức xếp hạng tín nhiệm càng cao, lượng vốn huy động trong một đợt phát hành trái phiếu càng tăng và ngược lại hoặc quy định về hạn chế giao dịch, chuyển nhượng với những trái phiếu chưa được xếp hạng tín nhiệm./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Hakansson Nils H (1999), *The role of a Corporate Bond Market in an Economy and in Avoiding Crises*, UC Berkeley.
2. IOSCO (2008), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, The Technical Committee of IOSCO.
3. Muhamad bin Ibrahim and Adrian Wong (2005), *The corporate bond market in Malaysia, BIS papers No-26 Developing corporate bond markets in Asia*, Proceeding of a BIS/PBC seminar, Kunming, China, 2005.
4. Ngô Khánh Huyền, Phan Thanh Hà, “Định mức tín nhiệm ngân hàng: kinh nghiệm thế giới và thực tiễn Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính*, số 04/2013.
5. Thomas Keller (2005), *The role and function of rating agencies, BIS papers No-26 (2005) Developing corporate bond markets in Asia*, Proceeding of a BIS/PBC seminar held in Kunming, China, 2005.
6. Trần Đức Sinh, *Định mức tín nhiệm tại Việt Nam*, Nxb. Thành phố Hồ Chí Minh, 2002.