

ỦY BAN CHỨNG KHOÁN NHÀ NƯỚC
VỤ QUẢN LÝ PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN



ĐỀ TÀI KHOA HỌC CẤP BỘ

CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN CHO VIỆC
PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM

MÃ SỐ ĐĂNG KÝ: 04-UBCK-2001

CHỦ NHIỆM ĐỀ TÀI: TS. PHẠM TRỌNG BÌNH
PHÓ VỤ TRƯỞNG VỤ QUẢN LÝ PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

HÀ NỘI - NĂM 2001

Chủ nhiệm đề tài: TS. Phạm Trọng Bình

Thư ký đề tài: Lê Công Điền

Đề tài nghiên cứu khoa học được hoàn thành với sự tham gia của các cán bộ Vụ
Quản lý phát hành và cộng tác viên từ Kho bạc Nhà nước:

- Lê Văn Hưng (Vụ Huy động vốn - Kho bạc Nhà nước)
- Vũ Kim Dung
- Lê Văn Cường
- Lê Thị Thu Hà
- Lê Trung Hải
- Nguyễn Thị Thanh Hà

MỤC LỤC

	<i>Trang</i>
LỜI MỞ ĐẦU	4
CHƯƠNG I. CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	7
I. KHÁI NIỆM VỀ TRÁI PHIẾU VÀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	7
1. Trái phiếu	7
2. Thị trường trái phiếu	8
3. Phân loại trái phiếu	9
4. Một số vấn đề liên quan tới trái phiếu	15
5. Mối quan hệ giữa trái phiếu và cổ phiếu	26
II. VAI TRÒ, CHỨC NĂNG CỦA THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU TRONG NỀN KINH TẾ	26
1. Vai trò của thị trường trái phiếu trong nền kinh tế	26
2. Chức năng của thị trường trái phiếu	28
III. PHÂN LOẠI THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	28
1. Phân loại theo thị trường	28
2. Phân loại theo hình thức phát hành	29
3. Phân loại theo địa bàn	30
4. Phân loại theo thời hạn	31
IV. CÁC TỔ CHỨC THAM GIA TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	32
1. Chủ thể phát hành	32
2. Chủ thể đầu tư	33
3. Các tổ chức tài chính trung gian	33
V. CÁC HÌNH THỨC GIAO DỊCH TRÁI PHIẾU	37
1. Giao dịch trái phiếu trên thị trường tập trung	37
2. Giao dịch trái phiếu trên thị trường OTC	39
VI. CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU	39
1. Cơ sở định giá trái phiếu	39
2. Nguyên tắc xác định giá trái phiếu	42
3. Một số phương pháp định giá trái phiếu phổ biến	45
VII. ĐIỀU KIỆN HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	48
1. Ổn định môi trường kinh tế tài chính vĩ mô	48
2. Khung khổ pháp lý cho việc xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu	49
3. Để xây dựng và phát triển thị trường vốn nói chung, thị trường trái phiếu nói riêng thì điều quan trọng là gây dựng lòng tin của công chúng đầu tư.	50
4. Thúc đẩy sự hình thành và phát triển thị trường sơ cấp	51
5. Phát triển thị trường giao dịch trái phiếu	52
6. Xây dựng hệ thống đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ	52
7. Quản lý, giám sát đối với thị trường thị trường trái phiếu	52

CHƯƠNG II. KINH NGHIỆM HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU TRÊN THẾ GIỚI VÀ KHU VỰC	54
I. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở CÁC NƯỚC PHÁT TRIỂN	54
1. Thị trường trái phiếu Mỹ	54
1.1. <i>Quá trình hình thành và phát triển</i>	54
1.2. <i>Các loại trái phiếu chủ yếu</i>	57
2. Thị trường trái phiếu Nhật Bản	67
2.1. <i>Quá trình hình thành và phát triển</i>	67
2.2. <i>Các loại trái phiếu chủ yếu</i>	68
2.3. <i>Tổ chức và quản lý thị trường trái phiếu</i>	72
II. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU MỚI NỔI Ở MỘT SỐ NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN	72
1. Thị trường trái phiếu Trung Quốc	73
1.1. <i>Quá trình hình thành và phát triển</i>	73
1.2. <i>Các loại trái phiếu chủ yếu</i>	75
1.3. <i>Tổ chức và quản lý thị trường trái phiếu</i>	79
2. Thị trường trái phiếu Hàn Quốc	80
2.1. <i>Quá trình hình thành và phát triển</i>	80
2.2. <i>Các loại trái phiếu chủ yếu</i>	83
2.3. <i>Tổ chức và quản lý thị trường trái phiếu</i>	86
III. NHỮNG BÀI HỌC RÚT RA TRONG QUÁ TRÌNH NGHIÊN CỨU KINH NGHIỆM XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CỦA CÁC NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI VÀ KHU VỰC	88
CHƯƠNG III. THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU TẠI VIỆT NAM HIỆN NAY VÀ CÁC GIẢI PHÁP	91
I. THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU TẠI VIỆT NAM HIỆN NAY	91
1. Đặc điểm hệ thống tài chính ở Việt Nam	91
1.1. <i>Thị trường tiền tệ và các công cụ nợ ngắn hạn</i>	91
1.2. <i>Thị trường hối đoái</i>	92
1.3. <i>Thị trường vốn</i>	92
2. Khung pháp lý điều chỉnh thị trường trái phiếu Việt Nam	92
2.1. <i>Khung pháp lý điều chỉnh thị trường trái phiếu Chính phủ</i>	92
2.2. <i>Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp Nhà nước</i>	95
2.3. <i>Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động phát hành trái phiếu của các công ty cổ phần và công ty trách nhiệm hữu hạn</i>	96
3. Thực trạng thị trường phát hành trái phiếu ở Việt Nam	97
3.1. <i>Đối với trái phiếu Chính phủ</i>	97
3.2. <i>Đối với trái phiếu doanh nghiệp</i>	105
4. Những kết quả đạt được và những tồn tại của việc phát hành trái phiếu Chính phủ	106
4.1. <i>Những kết quả đạt được</i>	106

4.2. Những hạn chế, tồn tại	109
4.3. Nguyên nhân của những hạn chế, tồn tại	113
5. Tình hình niêm yết, giao dịch trái phiếu tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán	114
5.1. Tình hình niêm yết, giao dịch trái phiếu Chính phủ tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán	114
5.2. Tình hình niêm yết, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán	116
II. NHU CẦU VÀ TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU Ở VIỆT NAM	117
1. Nhu cầu phát triển thị trường trái phiếu ở Việt nam	117
2. Triển vọng phát triển thị trường trái phiếu ở Việt nam	119
III. ĐỀ XUẤT CÁC GIẢI PHÁP NHẪM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU TẠI VIỆT NAM	120
1. Các giải pháp vĩ mô	120
1.1 Nâng cao hiệu quả hoạt động thị trường tài chính	120
1.2. Xây dựng chính sách và triển khai các giải pháp để củng cố và phát triển thị trường trái phiếu chính phủ tạo ra lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu.	121
1.3. Xây dựng chính sách và có kế hoạch điều chỉnh theo hướng giảm dần đi đến hạn chế tối đa chính sách cho vay ưu đãi của chính phủ đối với doanh nghiệp.	122
1.4 Xây dựng chính sách khuyến khích phát hành trái phiếu doanh nghiệp	122
1.5 Củng cố thị trường sơ cấp (thị trường phát hành)	123
1.6 Phát triển thị trường thứ cấp (niêm yết giao dịch trái phiếu)	126
1.7 Hoàn thiện khung pháp lý cho việc phát hành, niêm yết, giao dịch trái phiếu.	127
1.8 Thúc đẩy thị trường giao dịch trái phiếu tập trung (Tại Trung tâm GDCK)	128
1.9 Xây dựng đề án đưa trái phiếu giao dịch tại thị trường phi tập trung (thị trường OTC)	129
2. Các giải pháp cụ thể	130
2.1 Cải tiến phương thức phát hành trái phiếu Chính phủ	130
2.2 Xây dựng kế hoạch và lịch biểu phát hành trái phiếu Chính phủ	132
2.3 Phát triển các tổ chức tài chính trung gian, phụ trợ: bảo lãnh phát hành, định mức tín nhiệm, đại diện người sở hữu trái phiếu...	133
2.4 Thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam	133
2.5 Nâng cao vai trò và hiệu quả trong phối hợp của các cơ quan quản lý thị trường trái phiếu (Bộ tài chính, Ngân hàng nhà nước, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán).	134
3. Đề xuất mô hình phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam	135
3.1 Mô hình phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ	135
3.2 Mô hình thị trường trái phiếu doanh nghiệp	140
KẾT LUẬN	142

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết, ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài:

Quá trình chuyển đổi nền kinh tế nước ta từ cơ chế kế hoạch hoá tập trung sang cơ chế thị trường theo đường lối đổi mới của Đảng đã đạt được những kết quả to lớn, nền kinh tế Việt nam đã đạt tốc độ tăng trưởng cao, lạm phát được đẩy lùi, đời sống của nhân dân ngày càng được cải thiện, nền kinh tế đã bắt đầu có tích lũy cho đầu tư phát triển. Tuy nhiên, để có thể đạt được mục tiêu đề ra trong chiến lược ổn định và phát triển kinh tế xã hội của Việt Nam đến năm 2020 là phấn đấu đưa nước ta về cơ bản trở thành một nước công nghiệp, tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm bình quân ở mức 7-8%, thì một trong những yếu tố quyết định sự thành công đó là nguồn vốn cho đầu tư phát triển và theo ước tính của các chuyên gia kinh tế, thì trong giai đoạn từ năm 2001-2020 Việt Nam cần huy động khoảng 500-550 tỷ USD. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để chúng ta có thể huy động một lượng vốn lớn trong khi các nguồn vốn khác còn nhiều hạn chế, nguồn vốn tín dụng của ngân hàng chủ yếu là vốn ngắn hạn, không đáp ứng được yêu cầu vốn đầu tư dài hạn, nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI đang có chiều hướng giảm sút, việc đàm phán vay nước ngoài (ODA và vay thương mại) càng trở nên khó khăn và hạn chế bởi lãi suất cao, khống chế trong hạn mức nợ nước ngoài, rủi ro cao,...

Việc đưa thị trường chứng khoán Việt Nam đi vào hoạt động hơn một năm qua cho đã khẳng định sự cần thiết và tính tất yếu phải tạo ra kênh huy động vốn trung và dài hạn mới cho nền kinh tế để đáp ứng yêu cầu về vốn đầu tư phát triển ngày càng tăng của Chính phủ và các doanh nghiệp với chủ trương là phát huy tối đa nội lực sẵn có huy động các nguồn vốn nhân rồi trong dân cư, các doanh nghiệp và các tổ chức kinh tế xã hội. Một bộ phận cấu thành của thị trường vốn là thị trường trái phiếu cũng đã khẳng định vai trò và tầm quan trọng có nó trong chiến lược huy động vốn cho sự nghiệp công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

Trong những năm qua, việc huy động các nguồn vốn trong nước còn hạn chế và phân tán, huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu Chính phủ

là nguồn vốn quan trọng đã góp phần đáng kể trong việc đáp ứng nhu cầu đầu tư phát triển nhưng vẫn còn ở mức rất thấp chỉ chiếm khoản 2-3% GDP. Phát hành trái phiếu để vay nợ của các doanh nghiệp còn chưa phổ biến mới chỉ được thực hiện thí điểm ở một số doanh nghiệp Nhà nước. Thị trường trái phiếu ở nước đã từng bước được hình thành và hoàn thiện dần, đặc biệt là từ khi thị trường chứng khoán đi vào hoạt động, các trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp đã có thị trường thứ cấp để các nhà đầu tư có thể thực hiện giao dịch mua bán trái phiếu của mình, tính thanh khoản của trái phiếu được cải thiện, trái phiếu trở nên hấp dẫn các nhà đầu tư hơn và từ đó mở rộng và thúc đẩy thị trường sơ cấp phát triển, Chính phủ và các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu để huy động vốn một cách thuận lợi hơn. Bên cạnh những mặt đạt được, thị trường trái phiếu ở nước ta còn bộc lộ nhiều khiếm khuyết và được phản ánh rõ nét cả ở thị trường phát hành và thị trường giao dịch, một số đợt đấu thầu trái phiếu Chính phủ đã không thành công, chưa có nhiều các doanh nghiệp lựa chọn việc phát hành trái phiếu như một phương tiện tăng nguồn vốn dài hạn, tính thanh khoản của trái phiếu trên thị trường giao dịch rất hạn chế,... Có rất nhiều nguyên nhân dẫn đến việc tồn tại những hạn chế của thị trường trái phiếu hiện nay, nhưng với đặc điểm nổi trội của phương thức huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu Chính phủ là “hàng hoá” có uy tín trong công chúng, có nguồn cung lớn, ổn định, mức độ rủi ro thấp và nhu cầu ngày càng tăng.

2. Mục tiêu nghiên cứu:

Đề tài nghiên cứu cơ sở lý luận và thực tiễn cho việc hình thành thị trường trái phiếu ở Việt Nam nhằm các mục tiêu: làm sáng tỏ những vấn đề về lý luận và thực tiễn của thị trường trái phiếu; nêu lên vị trí, vai trò của thị trường trái phiếu; vận dụng những kinh nghiệm thị trường trái phiếu trên thế giới; đánh giá thực trạng và đề ra giải pháp thúc đẩy phát triển thị trường trái phiếu tại Việt Nam, góp phần từng bước phát triển thị trường vốn và đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư cho nền kinh tế trong các giai đoạn phát triển tiếp theo.

3. Phạm vi nghiên cứu:

Đề tài tập trung nghiên cứu tổng quát lý luận về thị trường trái phiếu, kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu ở một số nước trên thế giới và thực trạng thị trường trái phiếu tại Việt Nam để từ đó đề ra những giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam.

4. Phương pháp nghiên cứu:

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng để thực hiện đề tài là nghiên cứu tổng hợp cơ sở lý luận, phân tích, tổ chức hội thảo và tiến hành khảo sát, điều tra thị trường gắn với điều kiện thực tiễn hoạt động xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu ở Việt nam trên cơ sở quán triệt quan điểm học thuyết duy vật biện chứng và duy vật lịch sử của chủ nghĩa Mác-Lê nin.

5. Kết cấu của đề tài:

Kết cấu của đề tài được chia thành 3 chương, ngoài ra có phần mở đầu và kết luận với nội dung chính như sau:

Chương 1: Cơ sở lý luận về thị trường trái phiếu;

Chương 2: Kinh nghiệm hình thành và phát triển thị trường Trái phiếu trên thế giới và khu vực;

Chương 3: Thực trạng thị trường trái phiếu tại Việt nam hiện nay và các giải pháp.

Do nội dung nghiên cứu khá rộng, liên quan đến nhiều vấn đề mới và phức tạp, nên chắc chắn nội dung đề tài không thể tránh khỏi những thiếu sót. Chúng tôi rất mong nhận được sự góp ý của các đồng nghiệp trong ngành cũng như những người có quan tâm để đề tài được hoàn thiện hơn.

Hà nội, Ngày 31 tháng 12 năm 2001

CHƯƠNG I

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

I. KHÁI NIỆM VỀ TRÁI PHIẾU VÀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU:

1. Trái phiếu:

Cho đến nay tài liệu của quốc tế cũng như của Việt nam đưa ra khá nhiều định nghĩa về trái phiếu. Tuy nhiên, khái niệm về trái phiếu thường được đề cập đến như là sự thể hiện cam kết của người phát hành sẽ thanh toán một số tiền xác định vào một ngày xác định trong tương lai với một mức lãi nào đó, các trái phiếu thường có mệnh giá, ngày đáo hạn và lãi suất. Khi mua trái phiếu, người mua trái phiếu cho tổ chức phát hành vay một khoản tiền. Trái phiếu thể hiện bằng chứng liên hệ giữa người cho vay (chủ nợ) và người đi vay (con nợ). Đây là một loại chứng khoán bởi vì nó có thể được giao dịch, mua bán trên thị trường chứng khoán. Thông thường, thời gian phát hành trái phiếu tối thiểu là một năm. Các loại chứng khoán nợ khác với thời hạn thanh toán dưới một năm gọi là tín phiếu.

Trái phiếu có thể có được phát hành dưới dạng chứng chỉ vật chất hay phi vật chất (bút toán ghi sổ hay điện tử) và cho dù theo hình thức nào thì trái phiếu đều bao gồm các thông tin sau:

- *Mệnh giá:* Mệnh giá là giá trị ghi trên trái phiếu mà tổ chức phát hành cam kết trả cho người sở hữu trái phiếu vào ngày đáo hạn.
- *Ngày đáo hạn:* Là ngày mà tổ chức phát hành thanh toán số tiền theo mệnh giá cho chủ sở hữu trái phiếu.
- *Lãi suất:* Mỗi trái phiếu có ghi lãi suất của tổ chức phát hành cam kết sẽ thanh toán cho chủ sở hữu trái phiếu một số tiền lãi vào một ngày xác định và có thể theo định kỳ. Trái phiếu phát hành với một tỷ lệ lãi suất danh nghĩa được xác định bởi các điều kiện thị trường tại thời điểm chào bán trái phiếu. Lãi suất thường được công bố theo tỉ lệ phần trăm (%) so với mệnh giá của trái phiếu. Lãi suất có thể được qui định trả hàng năm, hay thanh toán nửa năm một lần. Số tiền lãi trái phiếu (hay trái tức) được trả có thể dễ dàng tính được bằng cách nhân mệnh giá với tỷ lệ lãi suất (ví dụ: một trái phiếu có mệnh

giá 1000USD và lãi suất là 8%/năm thì trái tức hàng năm là $1000\text{USD} \times 0,08 = 80\text{USD}$).

- *Giá mua:* giá mua trái phiếu là khoản tiền thực tế mà người mua bỏ ra để có được quyền sở hữu trái phiếu. Giá mua có thể là “ngang giá” (trả bằng mệnh giá), có thể là “giá gia tăng” (cao hơn mệnh giá) hoặc “giá chiết khấu” (thấp hơn mệnh giá). Tuy nhiên, dù giá mua là loại giá nào thì tiền lãi luôn được xác định theo mệnh giá trái phiếu. Và đến ngày đáo hạn, người nắm giữ trái phiếu sẽ được thanh toán theo mệnh giá trái phiếu.

- *Kỳ hạn:* Kỳ hạn của trái phiếu thường được phân thành ba loại: ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Trái phiếu ngắn hạn thông thường có kỳ hạn một năm trở xuống, trái phiếu trung hạn có kỳ hạn từ trên một năm đến 10 năm, trái phiếu dài hạn có kỳ hạn từ 10 năm trở lên. Kỳ hạn của bất kỳ loại trái phiếu nào cũng được xác định trong hợp đồng phát hành trái phiếu. Kỳ hạn trái phiếu có ý nghĩa rất quan trọng vì lợi tức trái phiếu phụ thuộc vào thời hạn của nó. Kỳ hạn cho biết khoảng thời gian người nắm giữ trái phiếu nhận được tiền lãi định kỳ và năm trước khi khoản vay mà tổ chức phát hành phải hoàn tiền gốc theo mệnh giá trái phiếu. Ngoài ra kỳ hạn trái phiếu càng dài, tính biến động giá trái phiếu càng lớn trước sự biến động của lãi suất thị trường. Như vậy, tính biến động của giá trái phiếu phụ thuộc vào kỳ hạn của trái phiếu.

- *Quyền mua lại:* cho phép tổ chức phát hành trái phiếu thu hồi trái phiếu và hoàn lại với mức giá dự kiến trước thời hạn thanh toán. Tổ chức phát hành sử dụng quyền này để bảo vệ họ không phải trả lãi suất cao hơn đối với số tiền và họ vay. Tổ chức phát hành thu hồi trái phiếu khi tỷ lệ lãi suất trên thị trường thấp hơn lãi suất trái phiếu của tổ chức phát hành đã phát hành trước đó và có thể phát hành trái phiếu mới với tỷ lệ lãi suất thấp hơn.

2. Thị trường trái phiếu:

Thị trường trái phiếu là thị trường phát hành và giao dịch các loại trái phiếu của Chính phủ, các doanh nghiệp và các tổ chức khác theo quy định của pháp luật. Trái phiếu sẽ được phát hành trên thị trường sơ cấp qua nhiều phương thức khác nhau như bảo lãnh phát hành, đấu thầu,... Sau đó, các trái phiếu này sẽ tiến hành giao dịch trên thị trường thứ cấp. Trên thị trường thứ cấp, các nhà bảo lãnh phát hành và các nhà giao dịch trên thị trường sơ cấp không còn đóng vai trò chào bán chứng khoán. Thay vào đó, các trái phiếu