

# Tiềm năng phát hành trái phiếu doanh nghiệp

Ths. Bạch Thị Thanh Hà

**T**heo công bố của Ngân hàng Nhà nước, tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm 2010 là 19,5%. Sau thông tư 19 sửa đổi thông tư 13 đã phần nào tháo gỡ khó khăn cho các ngân hàng thương mại. Các ngân hàng đang tích cực tìm kiếm khách hàng để cho vay vốn nhằm hoàn thành chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2010 là 25%. Tuy nhiên, không phải doanh nghiệp nào cũng được tiếp cận nguồn vốn này, trong khi thị trường chứng khoán vẫn khá lình xình gây bất lợi cho việc huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu. Chính vì vậy, hướng đi của các doanh nghiệp đang khát vốn trong thời gian tới vẫn là phát hành trái phiếu

doanh nghiệp.

**Tình hình phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp trong thời gian gần đây:**

*Phát hành trong nước:*

Đến cuối quý 3/2010, có khoảng 20.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành. So với kênh huy động vốn truyền thống là vay ngân hàng với mức lãi suất có thể lên đến 16 - 17%/năm mà vẫn không có đủ vốn kịp thời đáp ứng cho nhu cầu sản xuất kinh doanh thì lựa chọn phát hành trái phiếu vẫn mang lại cho doanh nghiệp những ưu thế vượt trội hơn hẳn. Trong thời gian vừa qua, có rất nhiều doanh nghiệp đã phát hành trái phiếu nhằm huy động vốn với tổng giá trị huy động lớn, lãi suất huy động thấp hơn so với lãi suất vay vốn ngân hàng như: Tập đoàn Sông Đà phát hành 1.500 tỷ đồng trái phiếu, kỳ hạn 5 năm, lãi suất năm đầu

là 15%/năm, các năm sau là lãi suất trung bình của 4 ngân hàng cộng 4%; Tổng công ty Vinaconex phát hành 2.000 tỷ đồng trái phiếu, kỳ hạn 2 năm, lãi suất năm đầu 14%/năm, năm thứ hai là lãi suất bình quân 4 ngân hàng cộng 3,4%; Tổng CTCP Đầu tư và Xây dựng Bình Chánh phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu, kỳ hạn 5 năm, lãi suất năm đầu 12,5%/năm, các năm tiếp theo bằng lãi suất bình quân 4 ngân hàng cộng 4%... Như vậy, các doanh nghiệp này nhìn chung đều lựa chọn hình thức phát hành trái phiếu thả nổi. Điều này là phù hợp với tâm lý của đại đa số các nhà đầu tư. Bởi trong thời gian qua, sự biến động phức tạp của lạm phát và lãi suất khiến nhà đầu tư e ngại đồng tiền VND bị mất giá, do đó với mức lãi suất thả nổi sẽ đảm bảo được tỷ lệ lãi thực cho các nhà đầu tư.

Không chỉ có doanh

nh nghiệp phát hành trái phiếu - công cụ nợ mà bản thân các ngân hàng cũng mạnh tay huy động vốn thông qua kênh này. Nguyên nhân là do áp lực tăng vốn nhằm đáp ứng đủ quy mô vốn điều lệ theo quy định của thông tư 13 và nhằm tránh việc pha loãng giá cổ phiếu cũng lựa chọn hình thức phát hành trái phiếu đặc biệt là trái phiếu chuyển đổi để tăng vốn cho mình. Ví dụ ngân hàng SHB phát hành gần 1.500 tỷ đồng; Ngân hàng Thương mại cổ phần Nhà Hà Nội (Habubank) phát hành 1.050 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi; Hay như CTCP Chứng khoán Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín (SBS) thông báo đã phát hành thành công 200.000 trái phiếu riêng lẻ và thu về 200 tỷ đồng vào ngày 30/09/2010. Trái phiếu này có lãi suất 14,5%/năm và ngày đáo hạn vào 30/09/2011. Trước đó, SBS cũng đã phát hành 400.000 trái phiếu có kỳ hạn 1 năm, thu về

400 tỷ đồng và lãi suất được tính 13%/năm.

#### *Phát hành trái phiếu quốc tế.*

Thời gian vừa qua cũng có một số doanh nghiệp phát hành trái phiếu trên thị trường quốc tế gây được tiếng vang lớn. Gương mặt nổi bật thường được báo chí nhắc tới đó là Tập đoàn Vincom, bởi đây là lần đầu tiên một tập đoàn kinh tế tư nhân đã phát hành thành công trái phiếu chuyên đổi quốc tế với giá trị đạt 100 triệu USD. Tiếp đến là Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai công bố phát hành 1,1 triệu trái phiếu chuyên đổi tương đương 1.100 tỷ đồng cho đối tác chiến lược Temasek Holdings (Singapore)... Gần đây nhất, Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam cũng đang hoàn tất các thủ tục cần thiết cho kế hoạch phát hành 1 tỉ USD trái phiếu quốc tế trong năm 2010.

Và còn nhiều doanh nghiệp có kế hoạch phát hành trái phiếu trong thời gian tới.

Như trên đã đề cập, trước áp lực phải đảm bảo mức vốn điều lệ theo quy định của Ngân hàng Nhà nước, nhiều ngân hàng thương mại đang ráo riết hoàn tất hồ sơ gửi UBCKNN để tăng vốn lên 3.000 tỷ đồng kịp thời điểm 31/12/2010 và 5.000 tỷ đồng vào năm 2011. Nếu vào thời gian trước đây khi thị trường chứng khoán sôi động thì thứ tự kênh huy động vốn ưu tiên là cổ phiếu

nhưng đến thời điểm này thì trái phiếu tỏ rõ lợi thế hơn hẳn. Vì vậy, trong các tháng cuối năm 2010 và thời gian tiếp theo một loạt các Ngân hàng đồng loạt công bố kế hoạch tăng vốn. Ví dụ Ngân hàng dầu khí PG Bank mới đây đã được phép của UBCKNN cho phép chuyển đổi 1.000 tỷ đồng trái phiếu. Hay như Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (HOSE: CTG) vừa cho biết sẽ tiếp tục phát hành 5.000 tỷ đồng trái phiếu đợt 2/2010 theo hình thức phát hành riêng lẻ. Theo đó, Ngân hàng này sẽ phát hành (theo mệnh giá) tối đa 5.000 tỷ đồng trái phiếu có kỳ hạn 2 năm với lãi suất thả nổi. Trong đó, lãi suất năm đầu là 11,19%/năm được trả vào ngày phát hành. Đến năm cuối cùng, lãi suất thả nổi, được tính bằng trung bình cộng lãi suất huy động tiền gửi tiết kiệm bằng VND trả sau, kỳ hạn 12 tháng theo công bố của 4 ngân hàng tại ngày xác định lãi suất cộng biên độ 1,30%/năm và trả vào ngày đáo hạn.

#### **Một số nhận xét**

Có thể thấy rằng việc huy động vốn qua trái phiếu của doanh nghiệp sẽ huy động được nguồn vốn nhàn rỗi lớn trong xã hội đồng thời giảm thiểu được sức ép lên hệ thống tín dụng của ngân hàng hiện nay. Vì vậy, huy động vốn bằng trái phiếu cùng với các kênh huy động vốn của các

ngân hàng thương mại sẽ góp phần ổn định, điều hòa lưu thông tiền tệ và kiềm chế lạm phát. Bên cạnh đó, khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu sẽ không làm pha loãng lợi ích của cổ đông như khi phát hành cổ phiếu. Nên quyền lợi của các cổ đông được đảm bảo. Vì thế, trái phiếu trở thành một ưu thế khi khiến cho các doanh nghiệp lựa chọn hình thức huy động vốn.

Mặt khác, hầu hết các trái phiếu được phát hành đều có kỳ hạn dài, thông thường ngắn nhất là 2 năm, dài nhất là 10 năm. Vì thế, thị trường trái phiếu sẽ tạo ra được một khoản vốn dài hạn. Điều này thúc đẩy sự phát triển cũng như sự bền vững của thị trường tài chính trong nước.

Các hình thức huy động vốn bằng trái phiếu doanh nghiệp cũng càng ngày càng phong phú, làm tăng tính đa dạng cho thị trường trái phiếu. Các hình thức trái phiếu như: trái phiếu chuyên đổi, trái phiếu kèm chứng quyền... đã thu hút được các nhà đầu tư. Biểu 01 - Tình hình phát hành trái phiếu chuyên đổi từ 1/1 đến 30/9/2010.

Tính đa dạng của các loại trái phiếu phát hành mà doanh nghiệp tăng khả năng thành công của mỗi lần phát hành. Ví dụ như: Công ty cổ phần phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC) đã phát hành thành công ba

đợt trái phiếu với tổng giá trị 1.200 tỉ đồng trong năm 2009. Trong đó, đợt đầu tiên thu về 700 tỉ đồng với lãi suất cố định 11,5%/năm, kỳ hạn năm năm, đã bán hết chỉ trong vòng ba giờ sau khi công bố phát hành. KBC đã phát hành trái phiếu với lãi suất tương đối cao nhưng đặc biệt là KBC đã mời Ngân hàng Công thương Việt Nam (Vietinbank) làm tổ chức nhận thanh toán cho trái phiếu Kinh Bắc. Có thể thấy rằng tính thanh khoản cũng như lợi ích của nhà đầu tư được đảm bảo nên đợt phát hành của KBC bán hết một cách nhanh chóng. Sang năm 2010, có thể thấy các hình thức như trái phiếu kèm quyền mua cổ phần, trái phiếu chuyển đổi cũng được nhiều doanh nghiệp đưa ra. Các hình thức trái phiếu được đưa ra ngày càng phong phú, làm đa dạng hóa được sản phẩm của thị trường vì thế đáp ứng được nhu cầu của nhà đầu tư, nên đã góp phần làm lên thành công của các đợt phát hành trái phiếu của doanh nghiệp.

#### *Tiềm năng phát triển của trái phiếu doanh nghiệp.*

Trong năm 2010 và những năm sắp tới, phát hành trái phiếu sẽ thực sự thu hút được sự chú ý của các doanh nghiệp trong nước bởi đối với họ thị trường trái phiếu trong thời gian tới sẽ là một mảnh đất đầy tiềm năng. So với năm 2009, năm 2010 nền kinh tế đã

thoát khỏi khủng hoảng, kinh tế vĩ mô sáng sủa hơn. Kinh tế phát triển tạo điều kiện thuận lợi cho các dự án khởi động. Các kế hoạch sử dụng vốn trái phiếu sẽ có tính khả thi cao hơn. Chẳng hạn, sự đi lên của thị trường bất động sản trong năm 2009 đã tạo điều kiện rất thuận lợi cho các công ty bất động sản huy động vốn từ kênh trái phiếu doanh nghiệp. Hay gần đây một trong những nét mới của Nghị định 71/2010 so với Nghị định 90 là đưa ra quy định về các hình thức huy động vốn, trong đó có đề cập đến hình thức phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản. Cụ thể, Nghị định 71 ghi rõ, chủ đầu tư cấp I được vay vốn, phát hành trái phiếu nhưng không được kèm theo quyền ưu tiên mua nhà.

Một yếu tố nữa hỗ trợ cho hoạt động phát hành trái phiếu phát triển là khi thị trường chứng khoán phục hồi khiến cho việc phát hành trái phiếu chuyển đổi dễ dàng hơn nhiều. Hình thức phát hành trái phiếu chuyển đổi (với lãi suất cố định và khả năng thu được lợi lớn sau khi chuyển đổi sang cổ phiếu) là hấp dẫn lớn với nhà đầu tư. Ngoài ra, đối với doanh nghiệp, phát hành trái phiếu cũng là một hình thức vay vốn, nhưng hình thức vay lại dài hạn (thường là 5 năm), đồng thời có thể chủ động sử dụng nguồn vốn huy động từ

phát hành mà không phải chịu sự giám sát chặt chẽ cho từng mục đích sử dụng vốn như đối với nguồn vốn đi vay ngân hàng. Ngoài ra, doanh nghiệp phát hành trái phiếu thường có những lợi thế như không phải chịu sức ép về cổ tức chi phối từ cổ đông mới như phát hành cổ phiếu, được hưởng lợi từ chính sách thuế đối với khoản lãi trả trái phiếu.

#### *Và những khó khăn gặp phải...*

Bên cạnh những tiền đề thuận lợi cho việc phát hành trái phiếu, doanh nghiệp vẫn cần cân trọng khi thực hiện. Dù ưu tiên và mong muốn được phát hành trái phiếu thay vì vay ngân hàng và phát hành cổ phiếu thì vẫn còn không ít khó khăn. Hạn chế lớn nhất khi các doanh nghiệp Việt Nam phát hành trái phiếu là việc tuân thủ các chuẩn mực về kế toán và có một tổ chức định mức tín nhiệm đo lường hệ số tín nhiệm của doanh nghiệp, làm cơ sở cho các phương án phát hành. Chỉ có một số ít doanh nghiệp được xếp hạng tín nhiệm bởi các tổ chức quốc tế (một số ngân hàng hàng đầu) và nếu được xếp hạng thì ở mức rất thấp.

Để giải quyết những khó khăn trên, ngoài vấn đề tâm lý của nhà đầu tư, cần tạo cho trái phiếu doanh nghiệp tính thanh khoản như trái phiếu chính phủ. Doanh nghiệp cần minh bạch trong chế độ tài

chính, báo cáo để tạo niềm tin cho nhà đầu tư; có kế hoạch sử dụng vốn hiệu quả, có tính khả thi cao để đảm bảo hoàn vốn và trả lãi cho nhà đầu tư. Các doanh nghiệp cần lưu ý tìm một nhà phát hành có uy tín có thể tư vấn cho doanh nghiệp về việc định giá trái phiếu, thời hạn trái phiếu. Nhà phát hành uy tín cũng sẽ giúp doanh nghiệp tiếp cận nhà đầu tư rộng hơn. Doanh nghiệp niềm yết sẽ dễ dàng hơn trong việc huy động vốn do có số lượng nhà đầu tư đông đảo hơn.

### **Định hướng phát triển**

**Một là,** Nâng cao tính thanh khoản của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Tại Việt Nam đã hình thành cả thị trường trái phiếu sơ cấp và thị trường trái phiếu thứ cấp. Nhưng do thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam là thị trường sơ khai nên hầu như thị trường thứ cấp chưa phát triển. Chính điều đó làm cho trái phiếu không được mua đi bán lại trên thị trường nên tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp còn kém. Do vậy, để có thể tăng tính thanh khoản của trái phiếu thì cần.

+ *Đa dạng hóa hình thức trái phiếu.*

Đặc biệt có thể phát triển hình thức mới như chứng khoán phái sinh từ trái phiếu doanh nghiệp như hợp đồng

tương lai, hợp đồng quyền chọn, quyền được mua cổ phiếu gắn với một đợt phát hành trái phiếu, trái phiếu chuyên đổi cam kết tỷ lệ và thời gian chuyên đổi thành cổ phiếu. Đồng thời nên có quy định cho phép sử dụng chứng chỉ hay tài khoản trái phiếu làm thế chấp hay cầm cố.

+ *Đa dạng hóa kỳ hạn trái phiếu trên cơ sở chú trọng phát triển trái phiếu dài hạn.*

Kỳ hạn trái phiếu đa dạng sẽ tạo cho các nhà đầu tư có thêm cơ hội lựa chọn. Các nhà đầu tư sẽ có cơ hội lựa chọn loại trái phiếu có kỳ hạn phù hợp với tình hình tài chính, mục tiêu đầu tư của mình. Đa dạng hóa kỳ hạn trái phiếu cũng làm thay đổi độ dài danh mục của các nhà đầu tư và cách nhìn nhận rủi ro trong tương lai của các nhà đầu tư thay đổi. Trái phiếu có thời gian đáo hạn dài hơn cho phép các doanh nghiệp huy động vốn được lâu hơn cũng như giúp cho các tổ chức và cá nhân đầu tư có hiệu quả hơn.

**Hai là,** Mở rộng đối tượng đầu tư đặc biệt là nhà đầu tư có tổ chức.

Bên cạnh, ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, các nhà đầu tư trong tương lai trên thị trường trái phiếu sẽ bao gồm các quỹ đầu tư trái phiếu và đặc biệt là các quỹ hưu trí. Với các định chế này, các khoản tiết kiệm và hưu trí

hàng năm sẽ biến thành các nguồn vốn đầu tư có thời hạn 20 - 25 năm, thậm chí 30 năm và lâu hơn. Đây chính là việc xây dựng "cầu đầu tư" dài hạn và là cơ sở để có thể phát hành các trái phiếu có kỳ hạn dài hạn.

**Ba là,** Thực hiện công khai hóa thông tin

Việc công khai và minh bạch hoá thông tin là một yếu tố quan trọng để thị trường trái phiếu hoạt động lành mạnh. Tuy nhiên, hiện tượng công bố thông tin như một số doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán gần đây như TRI, QCG, PLC đã làm khiến nhà đầu tư hết sức bất ngờ. Báo cáo tài chính sau soát xét của những công ty này có những khoản lợi nhuận tăng đột biến trong khi cách giải thích của doanh nghiệp lại rất chung chung, từ đó khiến nhà đầu tư hết sức lo ngại về tính minh bạch của thông tin, ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng. Do đó, doanh nghiệp cần tích cực thực hiện công khai hóa thông tin, khắc phục tình trạng bùng bít thông tin hoặc công khai mang tính hình thức. Công bố thông tin một cách tùy tiện, không có hệ thống và chuẩn mực sẽ tạo tâm lý e ngại đối với nhà đầu tư là nguyên nhân làm cho thị trường trái phiếu kém phát triển. Độ tin cậy của thông tin

(Xem tiếp trang 21)

hơn so với tỷ suất sinh lời đòi hỏi của chủ sở hữu. Dùng tỷ lệ chiết khấu bằng lãi suất tiền vay nghĩa là coi chi phí sử dụng vốn của dự án bằng lãi suất tiền vay, trường hợp này tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư thấp, mức độ phòng ngừa rủi ro đối với người đầu tư chưa được tính đến một cách đầy đủ. Nếu các yếu tố khác không có gì thay đổi, tỷ lệ chiết khấu giảm xuống sẽ làm cho giá trị hiện tại thuần (NPV) của dự án tăng lên, từ đó có thể dẫn đến những kết luận sai lầm trong việc lựa chọn hay loại bỏ dự án.

**Thứ hai,** Theo cách tính chi phí sử dụng vốn bình quân như ở trên thì chi phí sử dụng vốn của dự án được tính theo phương pháp bình quân gia quyền căn cứ vào tỷ trọng

từng nguồn vốn cá biệt và chi phí sử dụng vốn từng nguồn. Trong đó, chi phí sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu đã được tính sau thuế. Dùng tỷ lệ chiết khấu  $r =$  lãi suất vay, nghĩa là coi chi phí sử dụng vốn bình quân của DA bằng lãi suất tiền vay, điều đó cũng đồng nghĩa với việc coi chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu bằng lãi suất tiền vay. Như vậy, khi tính chi phí sử dụng vốn bình quân thì chi phí sử dụng vốn vay được tính trước thuế, trong khi chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu luôn được tính sau thuế do đó sẽ không hợp lý và không đảm bảo sự đồng nhất trong công thức tính toán.

#### Ý kiến đề xuất

**Một là,** Nếu dự án được

tài trợ hoàn toàn bằng vốn vay thì có thể dùng lãi suất vay làm tỷ lệ chiết khấu (nếu dòng tiền của dự án đã tính khoản lợi thuế do lãi vay) hoặc có thể dùng lãi suất vay sau thuế làm tỷ lệ chiết khấu (nếu dòng tiền của dự án chưa tính khoản lợi thuế do lãi vay).

**Hai là,** Nếu dự án được tài trợ bằng nhiều nguồn: vốn vay và vốn chủ sở hữu thì chi phí sử dụng vốn của dự án được xác định là chi phí sử dụng vốn bình quân của các nguồn vốn và thường cao hơn lãi suất tiền vay để phòng ngừa rủi ro. Trong đó, chi phí sử dụng vốn vay được tính sau thuế và dòng tiền thuần hoạt động của dự án không tính khoản lợi thuế do lãi vay./.

## Tiềm năng phát hành trái phiếu...

là cơ sở để nhà đầu tư đưa ra các quyết định đầu tư, giảm thiểu rủi ro.

**Bốn là,** Xây dựng hệ thống tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp.

Xếp hạng tín dụng doanh nghiệp là một trong những tiêu chí quan trọng đối với nhà tài trợ vốn, như ngân hàng hay nhà đầu tư để đưa ra quyết định có cho doanh nghiệp vay hay không. Tuy nhiên đến nay ở Việt Nam vẫn chưa có những quy trình uy tín đánh giá xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp thống nhất. Bởi vậy cần sớm

xây dựng hệ thống tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp. Trước mắt, cần có những quy định, cơ chế cụ thể cho phép hình thành tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam và đảm bảo tính độc lập, chuyên nghiệp và hiệu quả trong hoạt động định mức tín nhiệm. Ngoài ra, Việt Nam cũng cần tận dụng sự hợp tác với các tổ chức định mức tín dụng chuyên nghiệp trên thế giới.

Bên cạnh các quy định về phát hành TPDN đã thông thoáng hơn cần có biện pháp kỹ thuật hỗ trợ doanh nghiệp trong việc lập phương án phát

(Tiếp theo trang 40)

hành, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ nhu cầu vốn rất cao nhưng vẫn còn lúng túng trong việc xây dựng phương án phát hành trái phiếu cũng như việc minh bạch các báo cáo tài chính./.

#### Tài liệu tham khảo

*Trái phiếu chuyển đổi: Cách mới để lách luật?, nguồn: Đầu tư Chứng khoán điện tử ngày 31/07/2010.*

*Trái phiếu doanh nghiệp còn nhiều tiềm năng, Ngọc Lan, Thời báo kinh tế Sài Gòn.*

[www.vssc.com.vn](http://www.vssc.com.vn)