

Phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam

NCS: Lê Anh Tuấn

Chuyên ngành: Kinh tế tài chính - ngân hàng

Mã số: 62.31.12.01

Họ và tên cán bộ hướng dẫn khoa học:

a/ PGS., TS. Lê Văn Hưng

b/ TS. Hoàng Văn Quỳnh

2011

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của Đề tài

Thị trường TPCP là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính. Nó có chức năng thu hút, di chuyển các nguồn vốn từ nơi có khả năng sinh lợi thấp đến nơi có khả năng sinh lợi cao hơn, từ nơi thừa vốn đến nơi thiếu vốn; đáp ứng các yêu cầu về vốn để phát triển kinh tế - xã hội và là công cụ hữu hiệu của Chính phủ trong quá trình điều hành vĩ mô nền kinh tế.

Trải qua hàng chục năm hình thành và phát triển, thị trường TPCP ở Việt Nam đã khẳng định được vai trò và vị trí quan trọng trong việc huy động vốn cho NSNN và cho đầu tư phát triển; góp phần đảm bảo an sinh xã hội, ổn định nền tài chính quốc gia, kiềm chế lạm phát, thúc đẩy quá trình phát triển của thị trường tài chính. Sự có mặt của TTCK và thị trường TPCP, đã góp phần khắc phục được những khiếm khuyết của thị trường tài chính, tạo cơ hội cho việc luân chuyển vốn đầu tư, đáp ứng yêu cầu về vốn trong quá trình phát triển kinh tế - xã hội của đất nước.

Ở Việt Nam, qua 10 năm thực hiện Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 2001 - 2010, chúng ta đã đạt được những thành tựu to lớn và quan trọng, đất nước đã ra khỏi tình trạng kém phát triển, tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân 7,2%/năm, đến năm 2010 tổng sản phẩm trong nước bình quân đầu người đạt 1.200 USD; để phấn đấu đến năm 2020 nước ta cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại hoá và đẩy nhanh tiến trình mở cửa hội nhập kinh tế quốc tế, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân 7 - 8%/năm, GDP bình quân đầu người đạt khoảng 3.000 - 3.200 USD, đòi hỏi Chính phủ Việt Nam phải đầu tư một lượng vốn khá lớn để phát triển kinh tế - xã hội. Huy động vốn thông qua thị trường TPCP thời gian qua đã đạt được những kết quả khả quan, là kênh huy động vốn quan trọng cho NSNN và cho đầu tư phát triển. Tuy nhiên, trong quá trình hoạt động thị trường TPCP ở Việt Nam còn bộc lộ không ít nhược điểm, chưa tương xứng với vị trí và tiềm năng của nền kinh tế; thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp còn bộc lộ những hạn chế nhất định. Để khai thác có hiệu quả các nguồn vốn thông qua thị trường TPCP, đáp ứng nhu cầu về vốn

cho NSNN và cho đầu tư phát triển, đòi hỏi thị trường TPCP phải ngày càng được củng cố, phát triển và hoàn thiện hơn nữa.

Xuất phát từ lý do trên, tác giả đã chọn đề tài: ***“Phát triển Thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam”*** để nghiên cứu.

2. Tổng quan về Đề tài nghiên cứu:

Những công trình nghiên cứu về trái phiếu và thị trường trái phiếu nói chung, TPCP và thị trường TPCP nói riêng không nhiều và phạm vi, mức độ nghiên cứu cũng rất khác nhau. Một số công trình tiêu biểu, đó là: Luận án Tiến sĩ của TS. Trần Xuân Hà (2004), *“Sử dụng công cụ TPCP để huy động vốn cho đầu tư phát triển ở Việt Nam”*; Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ của PGS.,TS. Lê Văn Hưng - KBNN (2005), *“Các giải pháp nhằm tăng cường huy động vốn cho đầu tư phát triển của Nhà nước, giai đoạn 2005 - 2010”*; Đề tài nghiên cứu khoa học cấp ngành - Ban Huy động vốn, KBNN (2006), *“Huy động nguồn vốn trong nước để bù đắp bội chi NSNN và góp phần kiềm chế lạm phát ở Việt Nam”*; Đề tài cấp ngành - Ban Huy động vốn, KBNN, (2007), *“Xây dựng trang thông tin về thị trường trái phiếu Chính phủ”*; Đề án của Vụ Tài chính Ngân hàng - Bộ Tài chính (2008), *“Xây dựng thị trường giao dịch trái phiếu Chính phủ chuyên biệt”*.

Các công trình trên đây, ở các góc độ và mức độ khác nhau đã tiếp cận, nghiên cứu về TPCP, thị trường TPCP và đề xuất các giải pháp phát triển thị trường TPCP; tuy nhiên, chưa có công trình nào nghiên cứu sâu cả về lý luận, thực tiễn và đưa ra hệ thống giải pháp cụ thể đối với việc phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam, đây cũng chính là vấn đề mà Luận án tập trung nghiên cứu.

3. Mục đích nghiên cứu của Luận án

- Hệ thống, khái quát và luận giải để làm rõ hơn những vấn đề lý luận cơ bản về trái phiếu Chính phủ và thị trường trái phiếu Chính phủ; làm sáng tỏ sự tồn tại tất yếu khách quan, vai trò của thị trường TPCP trong nền kinh tế. Trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm xây dựng và phát triển thị trường TPCP của một số nước và vùng lãnh thổ trên thế giới, qua đó rút ra những bài học kinh nghiệm trong quá trình phát triển và hoàn thiện thị trường TPCP.

- Đánh giá thực trạng hoạt động thị trường TPCP của Việt Nam; qua đó làm rõ những mặt đã làm được, những mặt còn hạn chế, tồn tại và nguyên nhân dẫn đến những hạn chế để làm căn cứ, cơ sở cho việc đưa ra các nhóm giải pháp phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam.

- Đề xuất các quan điểm, mục tiêu phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam, trên cơ sở đó đưa ra các nhóm giải pháp, lộ trình phát triển và hoàn thiện thị trường TPCP ở Việt Nam trong thời gian tới góp phần vào quá trình phát triển của thị trường tài chính, ổn định và phát triển kinh tế - xã hội trong thời kỳ mở cửa và hội nhập.

4. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu: Luận án nghiên cứu về thị trường TPCP ở Việt Nam.

- Phạm vi nghiên cứu: Luận án tập trung nghiên cứu những vấn đề cơ bản về TPCP và thị trường TPCP; hoạt động của thị trường TPCP giai đoạn từ năm 1990 - 2009 bao gồm cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp; các giải pháp phát triển và hoàn thiện thị trường TPCP ở Việt Nam.

5. Phương pháp nghiên cứu

Luận án đã áp dụng tổng hợp các phương pháp: Phương pháp thống kê, tổng hợp, phân tích, so sánh, đối chiếu trong quá trình nghiên cứu. Các phương pháp này dựa trên nền tảng của phương pháp luận duy vật biện chứng và duy vật lịch sử. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng các kết quả nghiên cứu rút ra từ các công trình nghiên cứu khoa học của các học giả trong và ngoài nước.

6. Những đóng góp của Luận án

- Hệ thống hoá, tổng quan những lý luận về trái phiếu Chính phủ và thị trường TPCP. Làm rõ vai trò của thị trường TPCP trong nền kinh tế và những yêu cầu hình thành, phát triển thị trường TPCP.

- Rút ra những bài học hữu ích từ việc nghiên cứu kinh nghiệm xây dựng và phát triển thị trường TPCP của một số quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới.

- Phân tích, đánh giá và làm rõ thực trạng thị trường TPCP ở Việt Nam bao gồm cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp; đánh giá những kết quả đạt được, hạn chế và nguyên nhân của thị trường TPCP ở Việt Nam thời gian qua.

- Đưa ra quan điểm, mục tiêu phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam giai đoạn 2006 - 2010 và tầm nhìn đến năm 2020; đề xuất quan điểm hệ thống giải pháp, lộ trình nhằm phát triển và hoàn thiện thị trường TPCP ở Việt Nam thời gian tới.

7. Kết cấu của Luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu, danh mục ký hiệu các chữ viết tắt và danh mục các bảng, Luận án gồm 3 chương:

Chương 1: Trái phiếu Chính phủ và thị trường trái phiếu Chính phủ.

Chương 2: Thực trạng hoạt động của thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam.

Chương 3: Giải pháp phát triển và hoàn thiện thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam.

Chương 1

TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VÀ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

1.1. Một số vấn đề cơ bản về trái phiếu Chính phủ

1.1.1. Khái niệm trái phiếu Chính phủ

Trái phiếu là một chứng chỉ vay nợ của Chính phủ hoặc doanh nghiệp, thể hiện nghĩa vụ của người phát hành phải trả nợ cho người nắm giữ trái phiếu một số tiền nhất định, vào những khoảng thời gian nhất định và phải trả lại khoản tiền gốc khi khoản tiền vay đến hạn. Trái phiếu là loại chứng khoán nợ, tổ chức phát hành với tư cách là người đi vay, người mua trái phiếu là người cho vay, hay còn gọi là nhà đầu tư. Đối với chủ thể phát hành, trái phiếu là phương tiện, công cụ huy động vốn qua thị trường. Đối với nhà đầu tư, trái phiếu cũng là một phương tiện đầu tư để thu lời. Trái phiếu thể hiện sự ràng buộc pháp lý giữa tổ chức đi vay và người cho vay. Tổ chức đi vay có trách nhiệm phải trả cho chủ nợ một khoản tiền gốc và lãi nhất định, đây là một hình thức tín dụng có nét đặc thù riêng, nó ra đời muộn hơn các hình thức tín dụng khác và phát triển mạnh trong nền kinh tế hàng hoá, đặc biệt là ở những quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển.

Trái phiếu có nhiều loại khác nhau, có loại do Chính phủ phát hành, có loại do chính quyền địa phương phát hành, có loại do các công ty phát hành, có loại do ngân hàng hoặc do các định chế tài chính khác phát hành. Từ những đặc điểm chung nêu trên có thể đưa ra khái niệm về Trái phiếu Chính phủ như sau: Trái phiếu Chính phủ là một loại chứng khoán nợ, do Chính phủ phát hành, có thời hạn, có mệnh giá, có lãi, xác nhận nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ đối với người sở hữu trái phiếu.

1.1.2. Phân loại trái phiếu Chính phủ

1.1.2.1. Phân loại theo kỳ hạn và mục đích phát hành

Để đáp ứng nhu cầu chi của NSNN, Chính phủ các nước thường phát hành trái phiếu để huy động tiền nhàn rỗi trong các tầng lớp dân cư và các tổ chức kinh tế xã hội. Chính phủ một quốc gia luôn được xem là chủ thể phát hành có uy tín nhất trên thị trường. TPCP là tên gọi chung của các loại trái

phiếu do các cơ quan, tổ chức được Chính phủ chỉ định cho phép phát hành và được Chính phủ đảm bảo thanh toán.

Mục đích của việc phát hành trái phiếu Chính phủ là nhằm huy động vốn để bù đắp thiếu hụt NSNN, đầu tư xây dựng các công trình, dự án trọng điểm hoặc để xây dựng, thực hiện các chương trình mục tiêu của Chính phủ. Nguồn thanh toán trái TPCP chủ yếu lấy từ NSNN hoặc nguồn vốn thu hồi trực tiếp từ các công trình được đầu tư từ nguồn vốn phát hành TPCP mang lại. Do vậy, TPCP có tính an toàn cao, tính rủi ro thấp bởi vì nó được đảm bảo trả nợ bằng nguồn vốn của NSNN.

Đối với các loại trái phiếu do KBNN phát hành, nguồn vốn thanh toán được lấy từ nguồn vốn NSNN; còn đối với các loại trái phiếu do các cơ quan khác được Chính phủ cho phép phát hành nguồn vốn thanh toán được lấy trực tiếp từ nguồn thu của các chương trình, dự án đó mang lại, trong trường hợp nếu các cơ quan được Chính phủ cho phép phát hành không có đủ khả năng thanh toán các khoản nợ thì Chính phủ sẽ đứng ra trả nợ.

Tùy theo đặc điểm của hệ thống chính trị, mức độ phát triển của thị trường tài chính, mục tiêu, chính sách phát triển kinh tế - xã hội của mỗi quốc gia trong từng thời kỳ mà TPCP có các tên gọi khác nhau, được phát hành, thanh toán, quản lý bởi các tổ chức khác nhau tùy theo quy định của mỗi nước. Trái phiếu Chính phủ có nhiều loại khác nhau, nếu căn cứ vào kỳ hạn và mục đích phát hành thông thường TPCP được chia thành: Tín phiếu Kho bạc; trái phiếu kho bạc; trái phiếu công trình TW; trái phiếu đầu tư; trái phiếu ngoại tệ; công trái xây dựng tổ quốc (Quốc trái)...

+ **Tín phiếu Kho bạc:** Là loại TPCP có kỳ hạn dưới 1 năm, mục đích của việc phát hành Tín phiếu Kho bạc là nhằm phát triển thị trường tiền tệ và huy động vốn để bù đắp thiếu hụt tạm thời của NSNN trong năm tài chính. Tín phiếu Kho bạc được phát hành theo phương thức đấu thầu qua Sở giao dịch NHNN hoặc một tổ chức khác tùy theo quy định của mỗi quốc gia, dưới hình thức chiết khấu mệnh giá, khối lượng và lãi suất Tín phiếu Kho bạc được hình thành qua kết quả đấu thầu. Bộ Tài chính có thể uỷ thác cho NHNN, NHTM Nhà nước phát hành, thanh toán Tín phiếu Kho bạc. Toàn bộ khoản vay từ việc

phát hành Tín phiếu Kho bạc được tập trung vào ngân sách Nhà nước để sử dụng theo quy định; ngân sách Nhà nước đảm bảo nguồn thanh toán gốc, lãi Tín phiếu Kho bạc và chi phí tổ chức phát hành, thanh toán cho các tổ chức nhận uỷ thác phát hành. Tín phiếu Kho bạc được giao dịch trên thị trường Mở hoặc được chiết khấu tại Sở giao dịch của NHNN.

+ **Trái phiếu kho bạc:** Là loại TPCP có kỳ hạn từ 01 năm trở lên, phát hành để huy động vốn bù đắp thiếu hụt của NSNN hàng năm. Nguồn vốn thanh toán gốc và lãi Trái phiếu kho bạc được lấy từ nguồn vốn NSNN; vì vậy, loại trái phiếu này có độ rủi ro không đáng kể. Trái phiếu kho bạc được bán lẻ qua hệ thống KBNN hoặc đấu thầu qua TTGDCK, Sở GDCK, bảo lãnh phát hành và đại lý phát hành. Lãi suất trái phiếu kho bạc do Bộ trưởng Bộ Tài chính quyết định trên cơ sở tình hình thực tế của thị trường tài chính tại thời điểm phát hành. Trường hợp đấu thầu lãi suất thì lãi suất hình thành qua kết quả đấu thầu.

+ **Trái phiếu công trình TW:** Là loại TPCP có kỳ hạn từ 01 năm trở lên, phát hành nhằm huy động vốn theo quyết định của Chính phủ để đầu tư cho các dự án thuộc nguồn vốn đầu tư của ngân sách Trung ương đã ghi trong kế hoạch nhưng chưa được bố trí vốn ngân sách trong năm. Trái phiếu công trình Trung ương được phát hành theo phương thức bán lẻ, đấu thầu hoặc bảo lãnh phát hành. Lãi suất Trái phiếu công trình Trung ương do Bộ trưởng Bộ Tài chính quyết định trên cơ sở tình hình thực tế của thị trường tài chính tại thời điểm phát hành, nếu đấu thầu lãi suất thì lãi suất được hình thành theo kết quả đấu thầu. Các khoản thu từ phát hành Trái phiếu công trình Trung ương được tập trung vào ngân sách TW để chi cho các công trình đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. NSTW đảm bảo việc thanh toán gốc, lãi và phí đối với trái phiếu công trình Trung ương.

+ **Trái phiếu đầu tư:** Là loại TPCP có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do các tổ chức tài chính Nhà nước và các tổ chức tài chính, tín dụng được Chính phủ chỉ định phát hành nhằm huy động vốn để đầu tư theo chính sách của Chính phủ. Nếu phát hành theo phương thức bán lẻ thì lãi suất trái phiếu do Bộ trưởng Bộ Tài chính quyết định trên cơ sở tình hình thực tế của thị trường tài

chính và nhu cầu vốn của các tổ chức phát hành; nếu phát hành theo phương thức đấu thầu thì lãi suất hình thành theo kết quả đấu thầu trong giới hạn trần lãi suất đã được Bộ Tài chính quy định. Tiền thu từ phát hành trái phiếu đầu tư phải được theo dõi riêng và chỉ sử dụng cho mục tiêu kinh tế đã được Chính phủ phê duyệt. Tổ chức phát hành có trách nhiệm thanh toán gốc, lãi các trái phiếu đầu tư đã phát hành đến hạn thanh toán và các chi phí liên quan đến việc phát hành; NSNN đảm nhận thanh toán một phần hay toàn bộ lãi trái phiếu hoặc cấp bù chênh lệch lãi suất cho tổ chức phát hành theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

+ **Trái phiếu ngoại tệ:** Là TPCP có kỳ hạn từ 01 năm trở lên do Bộ Tài chính phát hành, huy động vốn để đầu tư cho các mục tiêu theo chỉ định của Chính phủ. Đồng tiền phát hành là ngoại tệ tự do chuyển đổi và được Bộ trưởng Bộ Tài chính quyết định cho từng đợt phát hành. Trái phiếu ngoại tệ được bán lẻ qua hệ thống KBNN hoặc đấu thầu qua NHNN hoặc đấu thầu qua Sở Giao dịch Chứng khoán. NSNN đảm bảo thanh toán gốc, lãi trái phiếu ngoại tệ khi đến hạn.

+ **Công trái xây dựng tổ quốc:** Công trái xây dựng tổ quốc phát hành nhằm huy động nguồn vốn trong nhân dân, các tầng lớp dân cư trong xã hội để đầu tư xây dựng những công trình quan trọng quốc gia và các công trình thiết yếu khác phục vụ sản xuất, đời sống, tạo cơ sở vật chất, kỹ thuật cho đất nước. Việc mua công trái thực hiện theo nguyên tắc tự nguyện. Nhà nước đảm bảo giá trị công trái và bảo hộ quyền sở hữu, các quyền và lợi ích hợp pháp khác của người sở hữu công trái.

1.1.2.2. Phân loại theo lợi tức trái phiếu

- *Trái phiếu có lãi suất cố định:* Là loại trái phiếu mà lợi tức được xác định theo một tỷ lệ phần trăm (%) cố định theo mệnh giá.

- *Trái phiếu có lãi suất thay đổi (thả nổi):* Lợi tức của trái phiếu được trả trong các kỳ có sự khác nhau được tính theo một lãi suất có sự biến đổi theo một lãi suất tham chiếu.

- *Trái phiếu có lãi suất bằng không (zero - coupon Bonds):* Là loại trái phiếu mà người mua không nhận được lãi, nhưng được mua với giá thấp hơn

mệnh giá (mua chiết khấu) và được hoàn trả bằng mệnh giá khi trái phiếu đó đáo hạn.

1.1.2.3. Phân loại theo hình thức trái phiếu

- *Trái phiếu vô danh*: Là loại trái phiếu không ghi tên của người mua trên chứng chỉ trái phiếu hoặc trong sổ sách của tổ chức phát hành. Người nắm giữ trái phiếu là người được hưởng quyền lợi của chủ sở hữu trái phiếu theo quy định.

- *Trái phiếu ghi danh*: Là loại trái phiếu có ghi tên nhà đầu tư trên chứng chỉ trái phiếu hoặc trong sổ của tổ chức phát hành.

Ngoài cách phân loại chủ yếu nêu trên, người ta còn có nhiều cách phân loại khác nhau như: Căn cứ vào mức độ rủi ro tín dụng, vào tính chất của trái phiếu và vào phạm vi phát hành (trái phiếu trong nước và trái phiếu quốc tế),...

1.1.3. Đặc điểm của trái phiếu Chính phủ

1.1.3.1. Tính sinh lời thấp

Trái phiếu Chính phủ là chứng chỉ vay nợ của Chính phủ, khi đầu tư vào trái phiếu tức là nhà đầu tư sẽ thu được một khoản lợi tức mong đợi trong tương lai; với uy tín của chủ thể phát hành là Chính phủ và nguồn vốn thanh toán TPCP khi đến hạn được đảm bảo bằng nguồn vốn của NSNN; vì vậy, về nguyên tắc, lãi suất TPCP phải thấp hơn lãi suất thị trường vay nợ cùng kỳ hạn, do đó tính sinh lời của TPCP sẽ không cao so với các công cụ nợ khác trên thị trường, đối với TPCP có các khoản lợi tức sau:

- *Lãi suất danh nghĩa*: Là lãi suất trái phiếu thường được ghi trên chứng chỉ trái phiếu hoặc tổ chức phát hành công bố, lãi suất danh nghĩa có tính ổn định cao vì tỷ lệ lãi suất trái phiếu và mệnh giá là cố định trong một kỳ hạn. Lãi suất trái phiếu mới chỉ phản ánh được chủ thể phát hành phải trả lãi trái phiếu đó là bao nhiêu; điều đáng quan tâm ở đây là lãi suất hoàn vốn, lãi suất hoàn vốn hay nói một cách chính xác hơn là lãi suất hoàn vốn nội bộ (Internal rate of return - IRR) là lãi suất mà với mức lãi suất đó sẽ làm cho giá trị hiện tại của các khoản tiền thu được trong tương lai do đầu tư đưa lại bằng với giá trị hiện tại của khoản vốn đầu tư; lãi suất hoàn vốn là một thước đo mức sinh lời của trái phiếu cũng như đối với bất kỳ khoản đầu tư nào. Giá trị hiện tại và