

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ - NGHIÊN CỨU KINH NGHIỆM HÀN QUỐC

TS. Trần Thị Vân Anh *

Theo thống kê của IMF, khu vực châu Á - Thái Bình Dương hiện nay chiếm 60% dân số thế giới, 34% GDP toàn cầu, 40% hoạt động thương mại toàn cầu, 59% dự trữ ngoại hối thế giới; tuy nhiên, chỉ chiếm 29% tài sản tài chính thế giới. Thị trường vốn chỉ cung cấp khoảng 40% số vốn cho nền kinh tế khu vực, trong số đó, có khoảng 25% là từ thị trường chứng khoán và khoảng 15% từ thị trường trái phiếu. (Bảng 1)

Tốc độ phát triển của thị trường trái phiếu nội tệ các nước Đông Á tương đối thấp. Nếu như vào năm 1996, giá trị trái phiếu nội tệ thị trường Đông Á vào khoảng 2,1% tổng giá trị trái phiếu toàn cầu, thì tới năm 2012, tỷ lệ này mới tăng tới mức 8,1%. Thị trường trái phiếu nội tệ các nước Đông Á tăng từ mức 1.000 tỷ USD năm 2001 tới 1.300 tỷ USD vào năm 2003 và mức 6.500 tỷ USD vào cuối năm 2012.

Tính tới giữa năm 2015, thị trường trái phiếu nội tệ Đông Á ước khoảng 8.300 tỷ USD, trong đó, giá trị trái phiếu Chính phủ là khoảng 4.952 tỷ USD, chiếm 59,9% tổng quy mô thị trường. Trái phiếu công ty đạt 3.320 tỷ USD, tương đương 41,1% tổng quy mô thị trường. Số lượng trái phiếu Chính phủ còn hạn trên thị trường vào quý 1/2015 ước khoảng 4.952 tỷ USD, tăng 1,2% so với quý trước và 9,9% so với cùng kỳ năm trước. Lượng phát hành mới trong quý 1 năm 2015 là 924 tỷ USD, giảm so với mức 1.032 tỷ USD của quý trước, tuy nhiên, tăng so với cùng kỳ năm 2014. Quy mô thị trường trái phiếu tính theo GDP của các quốc gia Đông Á nhìn chung không biến động mạnh, ước khoảng từ 40-50%. (Bảng 2)

Như vậy, thị trường trái phiếu Đông Á hiện nay có quy mô vẫn khá khiêm tốn và chưa phát triển đúng với tiềm năng của khu vực. Nguyên nhân của tình trạng này có thể thấy qua số liệu ở Bảng 1 là do Chính phủ nhiều nước vẫn coi ngân hàng là kênh tài trợ vốn chủ yếu để phát triển công nghiệp nội địa. Do thị trường trái phiếu giữ vai trò thứ yếu nên tại một số quốc gia Đông Á chưa tạo ra cơ sở hạ tầng cần thiết hỗ trợ phát triển thị trường trái phiếu. Mặt khác, phần lớn các nước đang phát triển ở châu Á thực thi chính sách tài khóa thận trọng nên ít có nhu cầu tài trợ bằng trái phiếu Chính phủ, hoặc do tình trạng thâm hụt ngân sách thường xuyên nên lãi suất trái phiếu Chính phủ tương đối thấp, không thu hút được nhà đầu tư tư nhân.

Để cải thiện tình trạng này, trong giai đoạn vừa qua, Chính phủ nhiều nước Đông Á đã thực hiện các chính sách tạo điều kiện phát triển thị trường trái phiếu nội địa nói chung và trái phiếu Chính phủ nói riêng. Ở cấp quốc gia, Chính

phủ nhiều nước đã ban hành các biện pháp nhằm xây dựng cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu nội địa hoạt động cũng như hoàn thiện các chính sách và quy định theo đúng chuẩn mực quốc tế để áp dụng trong việc quản lý và giám sát thị trường trái phiếu nội địa. Ở cấp khu vực, Chính phủ các nước Đông Á đã triển khai nhiều sáng kiến với mục đích phát triển thị trường trái phiếu khu vực. Cụ thể như sáng kiến phát triển thị trường trái phiếu châu Á (ABMI), thành lập quỹ trái phiếu châu Á (ABF1) và (ABF2) và quỹ đầu tư và bảo lãnh tín dụng, xây dựng diễn đàn phát triển thị trường trái phiếu châu Á...

Những nỗ lực của Chính phủ các nước Đông Á đã đem lại những kết quả ban đầu trong việc xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu khu vực. Hàn Quốc là một trong các quốc gia Đông Á có thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển nhất cả về quy mô, độ sâu và tính thanh khoản. Hiện nay, thị trường trái phiếu Hàn Quốc có quy mô tính theo GDP là lớn nhất

Bảng 1: Nguồn vốn cung cấp từ thị trường tài chính Đông Á¹ tính theo % GDP

Nước	Trái phiếu chính phủ		Trái phiếu doanh nghiệp		Hệ thống ngân hàng		Thị trường chứng khoán	
	2003	2014	2003	2014	2003	2014	2003	2014
Malaysia	48,4	60,5	36,6	42,7	139,9	133,9	146,1	166,1
Singapore	37,3	49,8	30,2	32,1	83,2	94,4	149,3	248,6
Thailand	31,1	57,3	7,7	19,0	85,4	99,2	79,7	97,4
Philippines	37,4	30,8	0,2	6,0	54,3	50,9	28,3	83,5
Indonesia	24,7	13,0	2,2	2,3	49,2	41,2	22,9	46,4
Vietnam	2,2	21,7	0	0,3	44,8	96,8	0,4	23,6
Hàn Quốc	30,2	51,5	45,3	73,6	94,8	117,6	43,8	90,7
Hong Kong	9,6	37,8	34,8	29,3	143,5	201,1	441,5	1132,8
Trung Quốc	26,5	32,5	0,8	18,1	142,2	150,8	31,3	40,7

Nguồn: tổng hợp từ số liệu Asian Bonds Online

* Trưởng Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

Bảng 2: Quy mô và thành phần thị trường trái phiếu các nước Đông Á

	Quý 1/2014		Quý 4/2014		Quý 1/2015		Tăng trưởng tính theo nội tệ (%)		Tăng trưởng tính theo USD (%)	
	Tỷ USD	%	Tỷ USD	%	Tỷ USD	%	Q1/2014	Q1/2015	Q1/2014	Q1/2015
Trung Quốc										
Tổng	4.702	100	5.192	100	5.279	100	10,5	12	10,4	12,3
TPCP	3.056	65,0	3.335	64,2	3.370	63,8	8,2	10	8,1	10,3
TPDN	1.646	35,0	1.858	35,8	1.909	36,2	15,0	15,7	14,9	16,0
Hong Kong										
Tổng	196	100	194	100	199	100	6,8	1,5	6,9	1,5
TPCP	109	55,5	109	56,4	111	55,5	8,5	1,4	8,6	1,4
TPDN	87	44,5	85	43,6	89	44,5	4,7	1,6	4,8	1,7
Indonesia										
Tổng	123	100	123	100	125	100	21,1	16,5	3,8	1,2
TPCP	104	84,5	106	85,4	107	86,0	23,3	18,6	5,6	3,1
TPDN	19	15,5	18	14,6	17	14,0	10,7	4,7	-5,2	-9,0
Hàn Quốc										
Tổng	1.648	100	1.703	100	1.712	100	8,6	8,3	13,4	3,9
TPCP	635	38,6	701	41,2	712	41,6	8,6	16,7	13,4	12,0
TPDN	1.012	61,4	1.002	58,8	1.001	58,4	8,6	3,0	13,4	-1,1
Malaysia										
Tổng	322	100	316	100	290	100	5,5	2,1	0,0	-10,0
TPCP	188	58,4	185	58,6	165	57	4,2	-0,3	-1,2	-12,1
TPDN	134	41,6	131	41,4	125	43	7,5	5,4	1,8	-7,1
Philippines										
Tổng	99	100	104	100	105	100	10,5	5,5	0,6	5,8
TPCP	84	84,6	87	83,7	88	83,8	7,8	4,5	-1,8	4,8
TPDN	15	15,4	17	16,3	17	16,2	27,9	11,3	16,4	11,6
Singapore										
Tổng	239	100	241	100	233	100	1,6	6,6	0,2	-2,3
TPCP	146	61,1	147	60,8	140	60,1	-0,3	4,8	-1,7	-4,0
TPDN	93	38,9	95	39,2	93	39,9	4,7	9,5	3,2	0,3
Thailand										
Tổng	282	100	281	100	286	100	6,2	1,7	-4,1	1,3
TPCP	217	76,8	211	75,1	218	76	3,7	0,7	-6,4	0,3
TPDN	66	23,2	70	24,9	69	24,0	15,5	5,1	4,2	4,6
Việt Nam										
Tổng	35	100	41	100	42	100	17,8	22,9	16,8	20,3
TPCP	35	98,3	40	98,4	42	98,5	20,0	23,1	19,0	20,5
TPDN	0,6	1,7	0,6	1,6	0,6	1,5	-43,1	8,1	-43,6	5,8
Các nước Đông Á										
Tổng	7.646	100	8.196	100	8.272	100	9,5	10,0	9,3	8,2
TPCP	4.574	59,8	4.921	60,0	4.952	59,9	8,0	9,9	7,1	8,3
TPDN	3.072	40,2	3.275	40,0	3.320	40,1	12,0	10,3	12,7	8,1
Nhật Bản										
Tổng	10.239	100	8.972	100	9.006	100	3,7	2,4	-5,4	-12
TPCP	9.442	92,2	8.292	92,4	8.331	92,5	4,2	2,7	-4,9	-11,8
TPDN	796	7,8	680	7,6	675	7,5	-2,1	-1,3	-10,7	-15,2

Nguồn: Bloomberg, NHTW và Bộ Tài chính các nước Đông Á

trong khu vực với giá trị ước tính là 125% GDP (Bảng 1), tương đương khoảng 1.712 tỷ USD (Bảng 2). Thị trường trái phiếu Chính phủ của Hàn Quốc cũng đứng thứ hai trong khu vực với giá trị tương ứng là 712

tỷ USD. Dự kiến tới cuối năm nay, giá trị thị trường trái phiếu Chính phủ của Hàn Quốc sẽ tiếp tục gia tăng để đáp ứng chính sách nới lỏng tiền tệ hỗ trợ cho tăng trưởng của nước này.

Như vậy, với chiến lược ưu tiên phát triển thị trường trái phiếu mà Chính phủ một số quốc gia Đông Á đang triển khai cùng với thực tế là trái phiếu Chính phủ vẫn giữ vai trò chủ đạo trên thị trường trái phiếu Đông Á nên việc tìm hiểu kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ là điều cần thiết. Vì vậy, cách thức Chính phủ Hàn Quốc phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ của mình là một kinh nghiệm cần nghiên cứu.

Quá trình phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ tại Hàn Quốc

Thị trường trái phiếu Chính phủ đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế Hàn Quốc, đặc biệt trong những thời điểm mà các định chế tài chính không thể đáp ứng nhu cầu vốn cho nền kinh tế. Thị trường trái phiếu Chính phủ tại Hàn Quốc đảm nhận một số chức năng cơ bản như tài trợ thâm hụt ngân sách nhà nước (đây là chức năng cơ bản nhất), hỗ trợ giảm thiểu những biến động trong chu kỳ kinh doanh thông qua việc huy động vốn để thúc đẩy nền kinh tế trải qua giai đoạn suy thoái, tài trợ các dự án phát triển, hỗ trợ sự phát triển chung của thị trường tài chính.

Trái phiếu Chính phủ Hàn Quốc bao gồm tất cả các khoản nợ tài chính của chính quyền các cấp, các cơ quan và định chế công cộng. Trái phiếu Chính phủ chia thành 3 loại chính là (i) trái phiếu Chính phủ do chính quyền trung ương phát hành để tài trợ thâm hụt ngân sách; (ii) trái phiếu đặc biệt do các công ty nhà nước hoặc các định chế tài chính nhà nước phát hành để đáp ứng một số chương trình, dự án hay mục tiêu cụ thể; (iii) trái

phiếu Chính phủ địa phương phát hành nhằm đáp ứng nhu cầu ngân sách địa phương.

Từ khi phát hành hình thức trái phiếu Chính phủ đầu tiên tới nay, Chính phủ Hàn Quốc đã phát hành khoảng 20 loại trái phiếu Chính phủ khác nhau. Hiện nay, có 5 loại trái phiếu Chính phủ phổ biến là trái phiếu Kho bạc Hàn Quốc (KTB), trái phiếu ổn định tỷ giá hối đoái (FESB), tín phiếu Kho bạc và hai loại trái phiếu Quốc gia xây dựng nhà (NHB). Trong số trái phiếu này thì KTB có số lượng phát hành và quy mô giao dịch lớn nhất và có lãi suất được sử dụng làm lãi suất chuẩn cho thị trường. (Bảng 3)

Quá trình phát triển của thị trường trái phiếu Chính phủ tại Hàn Quốc có thể phân chia thành 3 giai đoạn cụ thể như sau:

a) Giai đoạn phát triển sơ khai

Giai đoạn phát triển sơ khai tính từ khi trái phiếu Chính phủ đầu tiên với tên gọi trái phiếu xây dựng đất nước (NFB) được phát hành vào năm 1950 để tài trợ thâm hụt ngân sách cho tới những năm 60. Trong thời kỳ này, trái phiếu được mua bán không có tổ chức giữa các công ty chứng khoán hoặc trao tay giữa các cá nhân cho tới khi thị trường chứng khoán Hàn Quốc (KSE) được thành lập vào 3/1956. Tuy nhiên, NFB là trái phiếu duy nhất được niêm yết trên KSE cho tới năm 1968 với số giao dịch chiếm tới gần 80% tổng giao dịch trên sàn KSE. Thị trường trái phiếu công ty chỉ bắt đầu phát triển từ năm 1972 khi Chính phủ lần đầu tiên cho phép các công ty phát hành trái phiếu cho công chúng.

Như vậy, thị trường trái phiếu Chính phủ có những đóng góp nhất định trong công cuộc tái thiết kinh tế sau chiến tranh, là cơ sở để

hình thành thị trường chứng khoán Hàn Quốc. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu Chính phủ có quy mô quá nhỏ và khó phát triển mạnh do Chính phủ Hàn Quốc duy trì chính sách tài khóa thận trọng, không chủ trương phát hành trái phiếu Chính phủ số lượng lớn mà sử dụng nguồn tài trợ nước ngoài hoặc vay qua Ngân hàng Trung ương để tài trợ ngân sách nhà nước.

Trái phiếu Chính phủ phát hành giai đoạn này theo hình thức bắt buộc mua, có lãi suất ấn định thấp hơn thị trường, hình thức và thời hạn thanh toán hoàn trả không được xác định rõ ràng. Điều này có lợi cho Chính phủ và giảm bớt gánh nặng nợ của Chính phủ nhưng đồng thời giảm tính hấp dẫn của trái phiếu Chính phủ, không thu hút được nhà đầu tư. Cơ chế ấn định lãi suất làm méo mó cấu trúc lãi suất khiến lãi suất trái phiếu Chính phủ không thể đảm nhận vai trò lãi suất chuẩn. Điều này gây cản trở cho việc triển khai các công cụ tài chính mới cũng như cải thiện hoạt động quản trị rủi ro, ổn định tài chính. Những nguyên nhân nói trên làm cho thị trường trái phiếu Chính phủ không thể tiếp tục vai trò dẫn đường cho quá trình phát triển thị trường tài chính

Hàn Quốc.

b) Giai đoạn phát triển chậm

Giai đoạn phát triển chậm được tính từ năm 70 đến trước khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á vào năm 1997. Đây là giai đoạn nền kinh tế Hàn Quốc tăng trưởng nhanh, tình hình tài khóa ổn định, ngân sách thặng dư nên không phát sinh nhu cầu lớn tài trợ cho ngân sách; vì vậy, hoạt động của thị trường trái phiếu Chính phủ khá hạn chế. Việc phát hành trái phiếu Chính phủ chủ yếu có thể coi là một hình thức thuế chứ không phải là một khoản vay từ thị trường, và do đó, cũng chưa đủ để tạo cơ sở xây dựng thị trường trái phiếu Chính phủ sơ cấp và thứ cấp.

Nếu như trong giai đoạn trước thâm hụt ngân sách nhà nước được tài trợ bằng vay nước ngoài hay vay qua Ngân hàng Trung ương thì ở giai đoạn này, thị trường trái phiếu Chính phủ đã hoàn thành tốt nhiệm vụ này. Thị trường trái phiếu Chính phủ đã đáp ứng nhu cầu mới phát sinh của nền kinh tế, ví dụ như chuyển đổi cơ cấu công nghiệp và công nghệ mà không tạo áp lực cho ngân sách nhà nước.

Tuy nhiên, quy mô thị trường vẫn chưa đủ để hỗ trợ cho sự phát triển

Bảng 3: Các hình thức trái phiếu Chính phủ cơ bản của Hàn Quốc

Tên trái phiếu	Mục đích phát hành	Phương thức phát hành	Thời hạn	Lãi suất (%)	Kỳ hạn thanh toán
KTB	Tài trợ các dự án phúc lợi xã hội	Đấu thầu cạnh tranh	3, 5, 10, 20, 30 năm	Lãi suất thị trường	Nửa năm
FESB	Ổn định giá trị đồng Won trên thị trường ngoại hối	Đấu thầu cạnh tranh	Dưới 10 năm	Lãi suất thị trường	Nửa năm
NHB 1	Tài trợ xây dựng nhà ở	Chỉ định bắt buộc	5 năm	2,5%	Lãi gộp theo năm
NHB 2	Tài trợ xây dựng nhà ở	Chỉ định bắt buộc	10 năm	0%	---
T-Bill	Kiểm soát cung tiền/ tài trợ thiếu hụt ngân sách tạm thời	Đấu thầu cạnh tranh	Dưới 1 năm	0%	---

Nguồn: Bộ Tài chính Hàn Quốc, (3)

của nền kinh tế Hàn Quốc. Ví dụ, tỷ lệ trái phiếu phát hành tính trên GDP là 5% và tỷ lệ trái phiếu Chính phủ còn hạn trên GDP là 10% là quá thấp so với tỷ lệ 30% của các nước phát triển. Một vấn đề tồn tại từ giai đoạn trước vẫn chưa được khắc phục là chức năng chủ yếu của thị trường trái phiếu Chính phủ vẫn là tài trợ thâm hụt ngân sách nhà nước và một số dự án chính sách đặc biệt mà vẫn chưa gắn kết với sự phát triển của thị trường tài chính. Ngoài ra, thị trường trái phiếu Chính phủ của Hàn Quốc vẫn chưa theo kịp những biến động nền kinh tế trong nước cũng như quốc tế, cụ thể như quá trình tự do hóa thị trường, hội nhập kinh tế quốc tế; do đó, thị trường trái phiếu Chính phủ vẫn tồn tại tương đối tách biệt đối với các thị trường tài chính khác.

c) Giai đoạn cải cách

Ở giai đoạn sau khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á, chính phủ Hàn Quốc đã bắt đầu hàng loạt cải cách trên cả hai phương diện cấu trúc và thể chế đối với thị trường trái phiếu Chính phủ. Những cải cách trên thị trường sơ cấp có mục tiêu tăng hiệu quả huy động nguồn lực, trong đó, áp dụng cơ chế tự do hóa lãi suất, theo đó, lãi suất được xác định theo thị trường mà không phải do Chính phủ ấn định. Trên thị trường thứ cấp, đã áp dụng nhiều biện pháp làm tăng tính thanh khoản và độ sâu của thị trường. Những đổi mới về cơ sở hạ tầng đã cải thiện hoạt động các hệ thống giao dịch, thanh toán và bù trừ cũng như cơ chế quản trị rủi ro của thị trường.

Những cải cách mà Chính phủ Hàn Quốc thực hiện đã hỗ trợ thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển cả về quy mô lẫn tính thanh

khoản. Số lượng trái phiếu phát hành tăng đáng kể tính cả theo số tuyệt đối lẫn theo phần trăm GDP. Những nỗ lực của Chính phủ Hàn Quốc trong việc hợp lý hóa quy trình phát hành đã cải thiện đáng kể tính hiệu quả của thị trường trái phiếu Chính phủ sơ cấp. Ngoài ra, số lượng nhà đầu tư tăng và cấu trúc kỳ hạn của trái phiếu trở nên đa dạng hơn đã góp phần tăng hiệu quả cũng như hoạt động của thị trường trái phiếu Chính phủ thứ cấp, qua đó, làm gia tăng tính thanh khoản của trái phiếu Chính phủ. Với mục tiêu hội nhập thị trường tài chính toàn cầu nên chính phủ Hàn Quốc đã giảm bớt nhiều quy định hạn chế đối với các nhà đầu tư nước ngoài, cải thiện môi trường đầu tư. Điều này cũng giúp cho thị trường trái phiếu Hàn Quốc thu hút được một số lượng đáng kể đầu tư nước ngoài cũng như cung cấp nhiều cơ hội cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Một số hàm ý chính sách

Những cuộc khủng hoảng nợ liên tục diễn ra trong những thập kỷ vừa qua cho thấy rủi ro của việc phụ thuộc vào vay nợ nước ngoài để phát triển kinh tế. Một trong những biện pháp phòng tránh rủi ro này là Chính phủ chủ động huy động nguồn tài trợ dài hạn từ thị trường trái phiếu Chính phủ. Từ kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ tại Hàn Quốc có thể rút ra một số hàm ý chính sách như sau:

Thứ nhất, phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ là cần thiết để giảm bớt sự phụ thuộc vào vay nợ từ hệ thống ngân hàng và vay nợ nước ngoài. Về cơ bản thì chức năng chủ yếu của trái phiếu Chính phủ là tài trợ thâm hụt ngân sách.

Mặc dù nguồn thu chủ yếu của Chính phủ là từ thuế; tuy nhiên, do các điều kiện kinh tế - xã hội dẫn tới nhiều trường hợp, nguồn thu từ thuế không đáp ứng được nhu cầu chi và Chính phủ phải huy động thêm nguồn vốn bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước bằng cách phát hành trái phiếu Chính phủ. Do Chính phủ đảm bảo thanh toán gốc và lãi suất nên trái phiếu Chính phủ được coi là công cụ đầu tư ổn định và không rủi ro. Do đó, nếu thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển tốt thì có thể sử dụng như một kênh cung cấp vốn trong nước để tài trợ thâm hụt ngân sách thay thế cho vốn vay từ Ngân hàng Trung ương và vay nợ nước ngoài luôn chịu ảnh hưởng của biến động tỷ giá. Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, việc sử dụng thị trường trái phiếu Chính phủ đã đáp ứng nhu cầu mới phát sinh của nền kinh tế Hàn Quốc như chuyển đổi cơ cấu công nghiệp và công nghệ mà không tạo áp lực cho ngân sách nhà nước, làm giảm bớt nhu cầu tài trợ trực tiếp từ Ngân hàng Trung ương cho Chính phủ làm ảnh hưởng tới việc điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương. Thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển có thể tạo điều kiện sử dụng các công cụ gián tiếp mang tính thị trường của chính sách tiền tệ, tăng cường tác động của các kênh truyền dẫn của chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế để đạt được các mục tiêu của chính sách tiền tệ.

Thứ hai, thị trường trái phiếu Chính phủ hỗ trợ giảm thiểu sự biến động trong chu kỳ kinh tế. Nếu thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển tốt thì Chính phủ có thể phát hành trái phiếu để tăng huy động thêm nguồn vốn cần thiết

để kích thích nền kinh tế đang rơi vào giai đoạn suy thoái. Thị trường trái phiếu Chính phủ hoạt động tốt không những giảm bớt được chi phí của Chính phủ để khắc phục vấn đề phát sinh trong giai đoạn biến động của chu kỳ kinh tế, mà còn hỗ trợ Chính phủ giảm bớt nhiều rủi ro tài chính có liên quan như rủi ro lãi suất hay rủi ro tỷ giá.

Đặc biệt, trong trường hợp các nước đang phát triển thì thị trường trái phiếu Chính phủ là một nguồn cung cấp vốn quan trọng tài trợ cho các dự án phát triển dài hạn. Do tại phần lớn các nước đang phát triển, thị trường tài chính chưa được tổ chức tốt nên gặp nhiều khó khăn khi huy động vốn cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng kinh tế - xã hội. Chính phủ Hàn Quốc đã sử dụng biện pháp phát hành trái phiếu Chính phủ để tài trợ cho những dự án đặc biệt này trong giai đoạn phục hồi kinh tế sau chiến tranh khi mà thị trường tài chính tại Hàn Quốc chưa phát triển mạnh.

Thứ ba, thị trường trái phiếu Chính phủ có thể tác động tích cực tới sự phát triển chung của thị trường tài chính mỗi quốc gia. Sự phát triển của thị trường trái phiếu Chính phủ tạo thành cơ sở hạ tầng tài chính cơ bản bao gồm các quy định, luật lệ, sản phẩm và dịch vụ cho các thị trường tài chính khác. Ví dụ, thị trường trái phiếu Chính phủ cung cấp các công cụ tài chính gần như không có rủi ro tín dụng khuyến khích các nhà đầu tư tham gia vào thị trường. Các nhà đầu tư sử dụng trái phiếu Chính phủ như một công cụ chủ yếu phòng ngừa rủi ro lãi suất cũng như sử dụng làm tài sản đảm bảo để tham gia vào các hợp đồng như repo hay kỳ hạn. Thị trường trái

phiếu Chính phủ đảm nhận vai trò tạo lập đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường tài chính. Điều này sẽ tạo điều kiện phát triển các sản phẩm tài chính mới như các công cụ của thị trường tiền tệ hay như các công cụ phái sinh có thể nâng cao khả năng quản trị rủi ro và ổn định tài chính. Trong thời kỳ phát triển sơ khai của thị trường trái phiếu Hàn Quốc, do cơ chế ấn định lãi suất khiến lãi suất trái phiếu Chính phủ không thể đảm nhận vai trò lãi suất chuẩn, gây cản trở cho việc triển khai các công cụ tài chính mới làm ảnh hưởng tới vai trò dẫn đường của thị trường trái phiếu Chính phủ đối với quá trình phát triển chung của thị trường tài chính Hàn Quốc.

Thứ tư, thị trường trái phiếu Chính phủ cần phải phát triển đồng thời, theo nhịp với phát triển kinh tế. Do nhu cầu đối với trái phiếu Chính phủ thay đổi theo quá trình phát triển kinh tế nên thị trường trái phiếu Chính phủ cũng phản ánh những biến động này. Trường hợp của Hàn Quốc cho thấy, thị trường trái phiếu Chính phủ được điều hành tốt, ổn định, đáng tin cậy và có tính thanh khoản cao đóng một vai trò quan trọng hỗ trợ tỷ kinh tế tăng trưởng.

Thứ năm, cần đáp ứng những điều kiện tiên quyết cơ bản để phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ. Xây dựng thị trường trái phiếu Chính phủ là một quá trình dài và phức tạp và phải đối mặt với nhiều trở ngại phát sinh. Ví dụ như sự bất ổn về kinh tế và chính trị, suy thoái kinh tế, tỷ lệ tiết kiệm thấp, không có khả năng thu hút nhà đầu tư lớn, sự gia tăng số lượng cơ quan nhà nước phát hành trái phiếu làm thị trường bị phân khúc, chính sách phát hành

không ổn định, thiếu hụt cơ sở hạ tầng cần thiết. Những trở ngại nói trên nhiều hay là ít phụ thuộc vào mức độ phát triển kinh tế của từng quốc gia. Do đó, mỗi quốc gia cần phải phát triển kế hoạch phát triển cho phù hợp với điều kiện của mình. Tuy nhiên, thực thi chính sách tiền tệ và tài khóa phù hợp, xây dựng một hệ thống tài chính ổn định cũng như phát triển cơ sở hạ tầng phù hợp hiệu quả là những điều kiện tiên quyết, là cơ sở để phát triển hoặc cải cách thị trường trái phiếu Chính phủ.

Thứ sáu, cải cách thị trường trái phiếu Chính phủ cần tiến hành trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp cùng với những cải thiện về cơ sở hạ tầng kỹ thuật.

Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, trên thị trường sơ cấp cần chú trọng tới việc chuyển đổi cơ chế xác định lãi suất theo hướng thị trường. Thêm vào đó, cần cho phép nhiều nhà đầu tư được quyền tham gia vào thị trường cũng như khuyến khích việc tự nguyện mua trái phiếu Chính phủ. Sự có mặt của nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp với nhu cầu khác nhau sẽ hỗ trợ cho Chính phủ dễ dàng phát hành thêm trái phiếu mới, giảm bớt sự biến động trên thị trường cũng như khuyến khích cạnh tranh lành mạnh. Để thu hút nhà đầu tư nước ngoài cần nỗ lực cải thiện các quy định tạo điều kiện cho dòng vốn luân chuyển tự do, đồng thời, không gây bất ổn cho thị trường. Bên cạnh đó, cần thường xuyên nghiên cứu xu hướng phát triển của thị trường cũng như sở thích của nhà đầu tư để có thể đưa ra những hình thức trái phiếu Chính phủ mới thu hút được nhà đầu tư. Sự đa dạng hóa các loại hình trái phiếu Chính phủ sẽ khuyến khích

nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường do có nhiều lựa chọn đáp ứng được những nhu cầu khác biệt của họ. Đối với trường hợp Hàn Quốc, Chính phủ thực hiện đa dạng hóa danh mục trái phiếu Chính phủ thông qua phát hành KTB với nhiều thời hạn khác nhau, với các hình thức lãi suất khác biệt, hay phát hành các KTB giành cho cá nhân hay chuyên biệt để sử dụng trong các hợp đồng Repo hay kỳ hạn.

Những biện pháp cải cách thị trường thứ cấp cần hướng tới cải thiện tính thanh khoản cho thị trường nhằm gia tăng mức độ hiệu quả và giảm bớt sự biến động của thị trường. Tương tự như thị trường sơ cấp, sự phát triển của thị trường thứ cấp cũng đòi hỏi nới lỏng các quy định tạo điều kiện cho nhiều nhà đầu tư tham gia vào thị trường.

Mặt khác, cần thực hiện chính sách nhằm chuẩn hóa trái phiếu Chính phủ để tiến tới hình thành đường cong lãi suất chuẩn phản ánh thực trạng của thị trường.

Ngoài ra, để phát triển các thị trường sơ cấp và thứ cấp cho trái phiếu Chính phủ, đi kèm với các cải cách chính sách, Chính phủ Hàn Quốc đã tăng cường cơ sở hạ tầng kỹ thuật tạo điều kiện cho thị trường trái phiếu Chính phủ hoạt động hiệu quả, giảm bớt những rủi ro có liên quan tới các giao dịch thực hiện trên thị trường.

Thứ bảy, các biện pháp cần phải được phối hợp nhịp nhàng. Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, không nên tiến hành các biện pháp riêng biệt mà nên xây dựng một kế hoạch phát triển tổng thể, tích hợp tất cả các biện pháp một cách hệ thống. Trong quá trình phát

triển thị trường trái phiếu Chính phủ, Chính phủ Hàn Quốc đóng nhiều vai trò như là nhà phát hành trái phiếu, người tham gia trên thị trường cũng như người giám sát toàn bộ quá trình phát triển. Điều này làm cho Chính phủ có thể hiểu rõ tiến trình và đưa ra những điều chỉnh phù hợp đảm bảo sự thành công của toàn bộ tiến trình. ■

¹ Các nước Đông Á bao gồm Trung Quốc, Hong Kong, Indonesia, Hàn Quốc, Singapore, Malaysia, Thái Lan, Philippines, Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. IMF (2013), Global Financial Stability Report, October 2013;
2. IMF (2015), Global Financial Stability Report, April 2015;
3. Ministry of Strategy and Finance, Seoul National University, (2013), Government Bond Market Development: The Korean Experience;
4. Pacific Trade and Development Working Paper series, Paper No.36-03 (2014), Capital Market Development in Asia and Pacific region;
5. WB (2001), Developing Government Bond Markets Handbook.

**NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM
CHI NHÁNH LÂM ĐỒNG**



Nâng giá trị cuộc sống

*Chào mừng kỷ niệm 61 năm ngày giải phóng thủ đô
10/10/1954 - 10/10/2015*

1/PGD Đà Lạt

46-48 Khu Hòa Bình, P1, Tp. Đà Lạt, T.Lâm Đồng
ĐT: (063).3510853-3510867 * Fax: (063).3510119

2/PGD Đức Trọng

Km 270, QL5, TT Liên Nghĩa, Đức Trọng, Lâm Đồng.
ĐT: (063).3647195 - 3647196 - 3647197 * Fax: (063).3647198

3/PGD Phan Chu Trinh

Lô A5, A6 Phan Chu Trinh, Tp.Đà Lạt, T. Lâm Đồng
ĐT:(063). 829998 * Fax: (063).3550315

4/PGD Trần Phú

Số 1 Lê Hồng Phong, P4, Tp.Đà Lạt, T.Lâm Đồng
ĐT:(063).3559979 * Fax: (063).3559980

5/PGD Tự Phước

Số 127 Tự Phước, P11, Tp.Đà Lạt, T.Lâm Đồng
ĐT: (063). 3546479 * Fax: (063).3556479



Địa chỉ : Số 5 Lê Đại Hành, Phường 3, Thành phố Đà Lạt, Tỉnh Lâm Đồng

ĐT: (063).3822494 - 3822495- 3822496 * Fax: (063). 3822782