

TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP GÓC NHÌN CỦA NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

Corporate bonds - Individual investor's view

VŨ THỊ BÍCH QUỲNH
ĐỖ DIỆU HƯƠNG

Bài viết này chỉ ra những rủi ro mà nhà đầu tư cá nhân có thể gặp phải và đề xuất một số biện pháp hạn chế chúng. Những rủi ro chính mà các nhà đầu tư cá nhân có thể gặp phải khi đầu tư trái phiếu ở Việt Nam bao gồm: (1) Không phân biệt được sự khác biệt giữa phương thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng và phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ; (2) Khả năng thu hồi gốc và lãi khi đầu tư vào trái phiếu bị đe dọa; (3) Rủi ro thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp còn cao. Các biện pháp cần thiết để hạn chế những rủi ro này bao gồm: các nhà đầu tư cần tăng cường hiểu biết và phân tích thị trường, có các tổ chức định mức tín nhiệm độc lập, hoàn thiện các quy định pháp lý về phát hành và đảm bảo trái phiếu doanh nghiệp.

Từ khóa: Trái phiếu doanh nghiệp, huy động vốn, đầu tư trái phiếu, nhà đầu tư cá nhân.

This article points out the risks that individual investors may face and suggests some measures to limit them. The main risks that individual investors may face when investing in bonds in Vietnam include: (1) Not knowing the difference between the method of issuing corporate bonds to the public and issuing individual corporate bonds; (2) The ability to recover principal and interest when investing in bonds is threatened; (3) Liquidity risk of corporate bonds is still high. Necessary measures to limit these risks include: (1) Increase investors' understanding and analysis of the market; (2) Have independent credit rating agencies; and (3) Improve legal regulations on issuance and guarantee corporate bonds.

Keywords: Corporate bonds, capital mobilization, bond investment, individual investors.

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh ngân hàng siết chặt chất lượng tín dụng thì trái phiếu doanh nghiệp được xem là kênh huy động vốn quan trọng cho doanh nghiệp, vì những ưu điểm riêng của nó. Từ ngày 1-1-2021, việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp được quy định đồng bộ tại Luật Chứng khoán năm 2019, Luật Doanh nghiệp năm 2020 và các nghị định, thông tư hướng dẫn về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Theo dữ liệu tổng hợp của Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (2021), sau một năm triển khai các quy định mới, khối lượng phát

hành trái phiếu doanh nghiệp đạt trên 595 nghìn tỷ đồng, trong đó, khối lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ chiếm 95,8%, còn lại là trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng chiếm 4,2% tổng khối lượng phát hành.¹ Các nhà đầu tư cá nhân là chủ thể chính tham gia trên thị trường trái phiếu hiện nay. Liệu rằng họ có được bảo vệ khỏi những rủi ro bằng hành lang pháp lý Việt Nam?

Vũ Thị Bích Quỳnh, TS., Trưởng Cán bộ quản lý nông nghiệp và phát triển nông thôn; Đỗ Diệu Hương, TS., Viện Kinh tế Việt Nam.

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. Cụ thể, trái phiếu là giấy ghi nhận nợ quy định nghĩa vụ của công ty phát hành (người vay tiền) phải trả cho người nắm giữ trái phiếu (người cho vay) một khoản tiền cụ thể (mệnh giá của trái phiếu), trong một thời gian xác định và với một lợi tức quy định.

Người phát hành có thể là doanh nghiệp (trái phiếu trong trường hợp này được gọi là trái phiếu doanh nghiệp), có thể là một tổ chức chính quyền như Kho bạc nhà nước (trong trường hợp này gọi là trái phiếu kho bạc), cũng có thể là chính quyền (trong trường hợp này gọi là công trái hoặc trái phiếu chính phủ). Người mua trái phiếu (hay còn gọi là trái chủ) có thể là cá nhân hoặc doanh nghiệp hoặc chính phủ. Bài viết này chỉ đề cập đến tổ chức phát hành trái phiếu là doanh nghiệp (bao gồm doanh nghiệp nhà nước, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần) và người nắm giữ trái phiếu là những nhà đầu tư cá nhân.

Hiện nay, trên thị trường Việt Nam bao gồm các loại 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 tính theo mệnh giá; trái phiếu có lãi suất biến đổi (lãi suất thả nổi) là loại trái phiếu mà lợi tức được trả trong các kỳ có sự khác nhau và được tính theo một lãi suất có sự biến đổi theo một lãi suất tham chiếu; trái phiếu có lãi suất bằng không là loại trái phiếu mà người mua không nhận được lãi, nhưng được mua với giá thấp hơn mệnh giá và được hoàn trả bằng mệnh giá khi trái phiếu đó đáo hạn; trái phiếu vô danh là loại trái phiếu không ghi tên của người mua và trong sổ sách của người phát hành, trái chủ là người được hưởng quyền lợi; trái phiếu ghi danh là loại trái phiếu có ghi tên của người mua và trong sổ sách của người phát hành; trái phiếu có thể chuyển đổi là loại

trái phiếu của công ty cổ phần mà trái chủ được quyền chuyển sang cổ phiếu của công ty đó, việc này được quy định cụ thể về thời gian và tỷ lệ khi mua trái phiếu; trái phiếu có quyền mua cổ phiếu là loại trái phiếu có kèm theo phiếu cho phép trái chủ được quyền mua một số lượng nhất định cổ phiếu của công ty; trái phiếu có thể mua lại là loại trái phiếu cho phép nhà phát hành được quyền mua lại một phần hay toàn bộ trước khi trái phiếu đến hạn thanh toán; trái phiếu bảo đảm là loại trái phiếu mà người phát hành dùng một tài sản có giá trị làm vật đảm bảo cho việc phát hành, bao gồm: trái phiếu có tài sản cầm cố và trái phiếu bảo đảm bằng chứng khoán ký quỹ; trái phiếu không bảo đảm là loại trái phiếu phát hành không có tài sản làm vật bảo đảm, mà chỉ bảo đảm bằng uy tín của người phát hành.

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế và thị trường tài chính, thị trường trái phiếu, nhất là thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã hình thành và từng bước phát triển, đáp ứng nhu cầu huy động vốn của Chính phủ, các ngân hàng, chính quyền địa phương và các doanh nghiệp. Bắt đầu hình thành từ năm 2000, nhưng từ năm 2011, thị trường trái phiếu doanh nghiệp mới thực sự phát triển. Cùng với sự hoàn thiện dần về: khung khổ pháp lý, sự đa dạng về sản phẩm, hàng hóa, sự phát triển của các định chế trung gian..., thị trường trái phiếu doanh nghiệp không ngừng phát triển cả về chiều rộng và chiều sâu. Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng liên tục tăng trưởng, đặc biệt là từ năm 2018 trở lại đây.

Từ dữ liệu tổng hợp của Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA) và Fiiin Rating cho thấy, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp có sự tăng trưởng mạnh mẽ so với các năm trước, năm 2018 tăng khoảng 53% so với năm 2017 và tăng gấp 32 lần so với năm 2011 (đạt 3,75% GDP), năm 2019 tăng 31,2% đạt khoảng 10,85% GDP, năm 2020 tăng 28,3% đạt 15% GDP và năm 2021 tăng 42% đạt 16% GDP¹. Con

số này cho thấy, các doanh nghiệp đã ngày càng quan tâm đến kênh phát hành trái phiếu để huy động vốn bên cạnh kênh vay vốn tín dụng ngân hàng. Sự tham gia ngày càng tích cực của nhà đầu tư cá nhân vào các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp đang đặt ra vấn đề: sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp thời gian qua có quá nóng, việc tham gia thị trường của nhà đầu tư cá nhân có tiềm ẩn rủi ro cho chính bản thân nhà đầu tư và cần giải pháp gì để hạn chế những rủi ro đó vì sự phát triển bền vững của thị trường tài chính Việt Nam nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

2. Lợi ích của doanh nghiệp khi huy động vốn qua kênh phát hành trái phiếu

Trái phiếu là công cụ cho phép doanh nghiệp huy động vốn vay trung và dài hạn với khối lượng lớn qua thị trường. Đồng thời, khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu sẽ có cơ hội để tái cơ cấu lại nguồn vốn, giúp gia tăng lợi ích của nhà đầu tư và bản thân doanh nghiệp trong tương lai. Mặt khác, thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn giúp doanh nghiệp có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình nhằm gia tăng lợi nhuận, sử dụng hiệu quả, triệt để lượng vốn mà doanh nghiệp nắm giữ. Cụ thể:

- So với vay ngân hàng và các tổ chức tài chính khác, huy động vốn qua trái phiếu có một số ưu điểm như không cần có tài sản thế chấp và được chủ động sử dụng số tiền huy động, mà không có sự giám sát của ngân hàng và của trung gian tài chính trong việc sử dụng vốn vay.

- Huy động vốn bằng trái phiếu là sử dụng đòn bẩy tài chính có thể giúp doanh nghiệp gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Sử dụng trái phiếu là một cách vay vốn cho phép doanh nghiệp có thể gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Bởi lẽ:

Lợi tức trái phiếu được khấu trừ khi xác định thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp: khi công ty sử dụng trái phiếu hay sử dụng vốn vay nói chung, lãi tiền vay phải trả được coi là một khoản chi phí hợp lý và

được trừ vào phần thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp. Như vậy, số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp ít hơn so với trường hợp sử dụng tài trợ bằng vốn chủ sở hữu như huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu. Khoản thuế thu nhập doanh nghiệp tiết kiệm được còn gọi "lá chắn thuế từ lãi vay" và được xác định như sau:

Số tiền tiết kiệm thuế do lãi vay = Lãi vay phải trả x thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp¹

Có khả năng làm khuếch đại được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu khi gia tăng tác động của đòn bẩy tài chính qua việc sử dụng vốn vay, trong đó có phát hành trái phiếu.

$$ROE = \left(BEP + \frac{D}{E} \times (BEP - r) \right) \times (1 - t)$$

Thông qua công thức trên, có thể thấy rằng: do thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (t) ít khi thay đổi, nên (1 - t) là hằng số, do vậy, chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) chủ yếu phụ thuộc vào các yếu tố tỷ suất sinh lợi kinh tế của tài sản (BEP), cơ cấu vay nợ (D/E) và lãi suất vay vốn (r). Khi tỷ suất sinh lợi kinh tế của tài sản lớn hơn lãi suất vay vốn (BEP > r), thì doanh nghiệp càng vay nợ nhiều, tức doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính lớn, thì đòn bẩy tài chính càng làm khuếch đại được tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp. Ngược lại, nếu tỷ suất sinh lợi kinh tế của tài sản nhỏ hơn lãi suất vay vốn (BEP < r), doanh nghiệp càng vay nợ nhiều sẽ là bất lợi, bởi đòn bẩy tài chính càng làm sụt giảm nhanh hơn tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp và rủi ro tài chính lúc này sẽ tăng vọt so với doanh nghiệp không đi vay vốn. Trong trường hợp BEP = r, thì tuy ROE không phụ thuộc vào cơ cấu vay nợ, nhưng rủi ro tài chính của công ty vẫn phụ thuộc vào mức độ vay nợ.

¹ Tổng hợp từ báo cáo thị trường trái phiếu của Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam và Finn Rating.

Chi phí sử dụng trái phiếu thường thấp hơn so với các nguồn tài trợ khác: tiền lãi vay phải trả cho trái chủ là khoản chi phí hợp lý được tính trừ vào thu nhập chịu thuế. Trong khi đó, nếu công ty cổ phần huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi, thì cổ tức là phần trả cho nhà đầu tư được lấy từ lợi nhuận sau thuế. Do đó, chi phí sử dụng trái phiếu thấp hơn so với vốn huy động từ các loại chứng khoán khác.

Chủ sở hữu doanh nghiệp không bị chia sẻ quyền quản lý và kiểm soát doanh nghiệp cho trái chủ: khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu, nhà đầu tư mua trái phiếu này sẽ trở thành chủ nợ của doanh nghiệp. Chủ nợ không có quyền biểu quyết và tham gia quản lý doanh nghiệp. Do đó, việc phát hành trái phiếu để huy động tăng vốn không ảnh hưởng tới quyền sở hữu và quyền quản lý và kiểm soát doanh nghiệp của các chủ sở hữu doanh nghiệp hiện hành.

Giúp doanh nghiệp chủ động điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn linh hoạt: khi hoạt động kinh doanh có triển vọng tốt, doanh nghiệp có thể tăng huy động vốn vay từ phát hành trái phiếu, nhằm mở rộng thị trường và gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Ngược lại, khi thị trường biến động theo chiều hướng bất lợi, để thu hẹp quy mô kinh doanh, doanh nghiệp có thể chủ động giảm vốn bằng cách mua lại trái phiếu trước thời hạn (nếu doanh nghiệp phát hành loại trái phiếu có thể mua lại). Ngoài ra, trong trường hợp dòng tiền của doanh nghiệp đang khá dồi dào, thì việc mua lại trái phiếu trước hạn nhằm giảm bớt áp lực thanh toán khi đến hạn, cũng là giải pháp hợp lý nhằm tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.

3. Khung pháp lý về trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay

Ngày 17-9-1994, Chính Phủ đã ban hành Nghị định số 120-CP kèm theo Quy chế tạm thời về việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu doanh nghiệp nhà nước. Đây là văn bản đầu tiên đề cập đến trái phiếu doanh nghiệp, với những quy định ban đầu về điều

kiện phát hành trái phiếu, loại trái phiếu và lãi suất chi trả của trái phiếu do doanh nghiệp nhà nước phát hành. Sau đó, điểm b khoản 1 điều 8 Luật Doanh nghiệp nhà nước năm 1995 và khoản 1 điều 17 Luật Doanh nghiệp nhà nước năm 2003 đều tái khẳng định quyền được phát hành trái phiếu của doanh nghiệp nhà nước. Luật Công ty năm 1990, Luật Doanh nghiệp năm 1999 lần lượt xác định công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần cũng có quyền phát hành trái phiếu để huy động vốn.

Năm 2006, Luật Chứng khoán đầu tiên ra đời ở Việt Nam, có hiệu lực áp dụng từ ngày 1-1-2007. Trong đó nêu rõ, trái phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành. Trái phiếu cũng được thể hiện dưới hình thức chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử. Năm 2010, Quốc hội sửa đổi, bổ sung thêm các quy định để hoàn thiện hơn Luật Chứng khoán năm 2006. Cụ thể, bổ sung một số điểm mới về trái phiếu: điều kiện chào bán trái phiếu riêng lẻ của công ty đại chúng được quy định nghiêm ngặt hơn, các đợt chào bán phải cách nhau ít nhất sáu tháng; khi chào bán trái phiếu ra công chúng, các doanh nghiệp phải tiến hành cam kết đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán có tổ chức trong thời hạn một năm kể từ ngày kết thúc đợt chào bán; một số thuật ngữ như: môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán... cũng được sửa đổi, bổ sung.

Đến nay, sau mười năm thi hành, Luật Chứng khoán năm 2006, được sửa đổi bổ sung năm 2010 dần bộc lộ những điểm bất cập. Cụ thể, trong vấn đề trái phiếu doanh nghiệp, Luật Chứng khoán năm 2010 vẫn cho phép nhà đầu tư cá nhân được tham gia mua và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ. Để tránh những rủi ro có thể xảy ra ảnh hưởng đến sự ổn định của thị trường, ngày 26-11-2019, Quốc hội đã thông qua Luật Chứng khoán năm 2019 thay thế cho Luật Chứng khoán

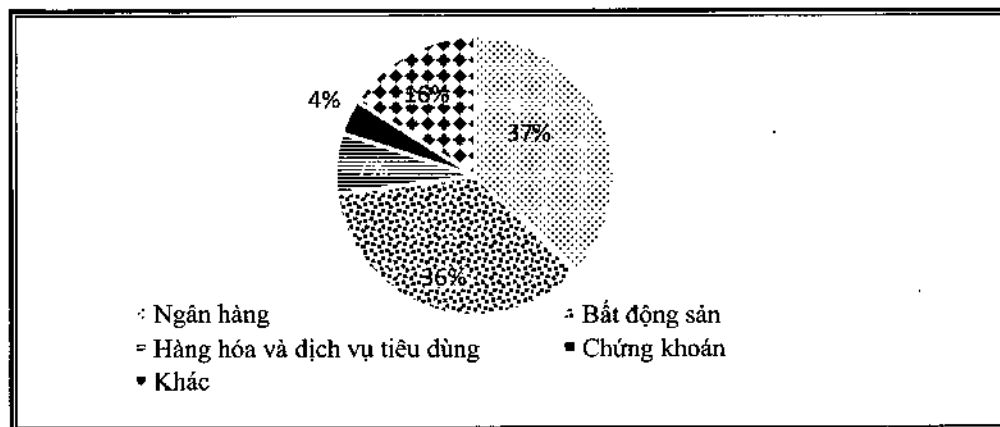
năm 2006, sửa đổi năm 2010 và chính thức có hiệu lực vào ngày 1-1-2021. Ngoài ra, Bộ Tài chính đã trình Chính phủ ban hành Nghị định số 81/2020/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP theo hướng nâng cao điều kiện phát hành, hạn chế khối lượng phát hành, tần suất phát hành trái phiếu doanh nghiệp và tăng cường chế độ công bố thông tin, báo cáo để giảm thiểu rủi ro trên thị trường trái phiếu và Thông tư số 122/2020/TT-BTC ngày 31-12-2020 hướng dẫn chế độ công bố thông tin, báo cáo đối với trái phiếu doanh nghiệp. Nghị định số 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế. Nghị định số 153/2020/NĐ-CP chỉ rõ, doanh nghiệp huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu riêng lẻ theo nguyên tắc tự vay, tự trả và tự chịu trách nhiệm. Ngoài ra, để các doanh nghiệp phát hành có trách nhiệm hơn với nhà đầu tư, Chính phủ cũng ban hành Nghị định 156/2020/NĐ-CP quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán.

Như vậy, khung pháp lý đối với việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đã được ban hành đầy đủ, đồng bộ từ Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp. Vì vậy, dù “sinh sau đẻ muộn” so với một số nước

trong khu vực Đông Nam Á, nhưng thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam được đánh giá là tiềm năng và năng động.

Theo dữ liệu tổng hợp của Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA), năm 2021 tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành trong nước khoảng 595 nghìn tỷ đồng với 964 đợt phát hành, trong đó có 937 đợt phát hành riêng lẻ với tổng giá trị khoảng 570 nghìn tỷ đồng (chiếm 95,8% tổng giá trị phát hành), 23 đợt phát hành ra công chúng giá trị 25 nghìn tỷ đồng (chiếm 4,2% tổng giá trị phát hành). Dẫn đầu và chiếm tỷ trọng lớn nhất về lượng trái phiếu phát hành là nhóm ngân hàng, với giá trị phát hành đạt 223 nghìn tỷ đồng, chiếm 37% tổng lượng phát hành. Một số ngân hàng có khối lượng phát hành đáng chú ý trong năm 2021 là Ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (17.030 tỷ đồng), Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn - Hà Nội (13.350 tỷ đồng). Trong nhóm ngân hàng, tháng 12 là thời điểm phát hành nhiều nhất với tổng giá trị 46.926 tỷ đồng (chiếm trên 1/5 tổng khối lượng phát hành của cả năm 2021). Nhóm bất động sản đứng ở vị trí thứ hai với tổng giá trị phát hành đạt 214 nghìn tỷ đồng, chiếm 36%. Trong đó có khoảng 29% giá trị trái phiếu phát hành không có tài sản bảo đảm hoặc bảo đảm bằng cổ phiếu và phần còn lại là các nhóm hàng khác đạt 157,56 nghìn tỷ đồng, chiếm 27% (hình 1).

HÌNH 1: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành theo nhóm ngành năm 2021



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (2021).

Nếu tính riêng trong tháng 12-2021, có tổng cộng 80 đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ trong nước với tổng giá trị phát hành 65.757 tỷ đồng, trong đó, ngân hàng và bất động sản vẫn là hai nhóm ngành phát hành khối lượng trái phiếu lớn nhất với giá trị lần lượt đạt 46.926 tỷ đồng và 9.538 tỷ đồng, chiếm 71,36% và 14,5% tổng giá trị phát hành của tháng. Trong nhóm ngân hàng, Ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng là đơn vị phát hành trái phiếu với tổng giá trị lớn nhất, đạt 9.970 tỷ đồng. Trong nhóm bất động sản, doanh nghiệp có giá trị phát

hành lớn nhất là Công ty cổ phần Đầu tư và kinh doanh golf Long Thành (3.560 tỷ đồng), tiếp theo là Công ty cổ phần Bách hưng vương (2.980 tỷ đồng) và Công ty cổ phần Wealth power (2.880 tỷ đồng). Bên cạnh đó, trong năm 2021 có bốn đợt phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế với tổng giá trị 1.425 tỷ USD, gồm: Tập đoàn Vingroup (500 triệu USD), trái phiếu xanh của Công ty cổ phần Bất động sản BIM (200 triệu USD) và trái phiếu chuyển đổi của Novaland (300 triệu USD), trái phiếu bền vững của Vinpearl (425 triệu USD) (bảng 1).

BẢNG 1: Các doanh nghiệp phát hành trái phiếu trong tháng 12 năm 2021

Tổ chức phát hành	Phương thức phát hành	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Loại hình doanh nghiệp phát hành	Kỳ hạn (năm)
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh vượng	Riêng lẻ	9.970	Ngân hàng	3
Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	Riêng lẻ	9.000	Ngân hàng	7
Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh	Riêng lẻ	8.300	Ngân hàng	7
Ngân hàng TMCP Phương Đông	Riêng lẻ	2.000	Ngân hàng	3
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	Riêng lẻ	1.250	Ngân hàng	7
Ngân hàng TMCP An Bình	Riêng lẻ	2.000	Ngân hàng	2
Ngân hàng TMCP Bưu điện Liên Việt	Riêng lẻ	3.990	Ngân hàng	3
Ngân hàng TMCP Đông Nam Á	Riêng lẻ	2.200	Ngân hàng	1,5
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thương Tín	Riêng lẻ	200	Ngân hàng	7
Ngân hàng TMCP Á Châu	Riêng lẻ	1.500	Ngân hàng	1
Ngân hàng TMCP Bản Việt	Riêng lẻ	1.000	Ngân hàng	3
Ngân hàng Nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam	Riêng lẻ	600	Ngân hàng	7
Ngân hàng TMCP Quân đội	Riêng lẻ	2.416	Ngân hàng	7
Ngân hàng TMCP Sài Gòn - Hà Nội	Riêng lẻ	2.500	Ngân hàng	2
CTCP Đầu tư và kinh doanh golf Long Thành	Riêng lẻ	3.560	Bất động sản	4
CTCP Bách Hưng Vương	Riêng lẻ	2.980	Xây dựng	1
CTCP Wealth power	Riêng lẻ	2.880	Năng lượng	1
CTCP Tập đoàn Cienco4	Riêng lẻ	250	Xây dựng	3
CTCP Khu công nghiệp Thành Công	Riêng lẻ	238	Xây dựng	2,8

CTCP Tập đoàn Apec group	Riêng lẻ	4.436	Bất động sản	5
CTCP Bất động sản Phát Đạt	Riêng lẻ	925	Bất động sản	2
CTCP Giải trí và giáo dục Galaxy	Riêng lẻ	25	Dịch vụ, tiêu dùng	2
CTCP Sovico	Riêng lẻ	1.000	Bất động sản	3
CTCP Tandaland	Riêng lẻ	30	Bất động sản	4,8
CTCP Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội	Riêng lẻ	350	Chứng khoán	1
CTCP Sunshine AM	Riêng lẻ	1.000	Bất động sản	5
CTCP Du lịch và tiếp thị giao thông vận tải Việt Nam - Vietravel	Riêng lẻ	500	Du lịch	2
CTCP Vinaprint	Riêng lẻ	200	Sản xuất	3
CTCP Hoàn cầu Solar LA	Riêng lẻ	1.100	Xây dựng	5
CTCP Chứng khoán Bảo Việt	Riêng lẻ	100	Chứng khoán	2
Công ty Tài chính MB Shinsci	Riêng lẻ	1.450	Tài chính	2
CTCP Sunbay Ninh Thuận	Riêng lẻ	800	Dịch vụ	3

Ghi chú: TMCP: thương mại cổ phần; CTCP: công ty cổ phần.

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (2021).

4. Những rủi ro nhà đầu tư cá nhân có thể gặp phải khi đầu tư trái phiếu

4.1. Không phân biệt được sự khác biệt giữa phương thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng và phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ

Trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng được cơ quan quản lý là Ủy ban Chứng khoán nhà nước cấp phép chào bán. Để phát hành ra công chúng, doanh nghiệp bắt buộc phải có lãi. Đối tượng mua là mọi nhà đầu tư. Từ ngày 1-1-2023 khi chào bán loại trái phiếu này, doanh nghiệp bắt buộc phải được xếp hạng tín nhiệm đối với những đợt phát hành có giá trị lớn. Trái phiếu này sau khi phát hành được niêm yết, giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ là trái phiếu doanh nghiệp được phát hành cho dưới 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và không sử dụng phương tiện thông tin đại chúng hoặc internet (định nghĩa tại khoản 2, điều 4, Nghị định số 163/2018/NĐ-CP). Đối với trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ, cơ quan quản lý nhà nước không

cấp phép phát hành trái phiếu như đối với trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng, ngoại trừ việc phát hành trái phiếu chuyên đổi, trái phiếu kèm chứng quyền của công ty đại chúng tại thị trường trong nước và không yêu cầu doanh nghiệp phát hành phải có lãi.

Với tính chất rủi ro cao hơn, nên trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ chỉ phù hợp với nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, là đối tượng nhà đầu tư có khả năng phân tích, đánh giá rủi ro, có năng lực tài chính và dám chấp nhận rủi ro khi quyết định mua trái phiếu.

4.2. Khả năng thu hồi gốc và lãi khi đầu tư vào trái phiếu bị đe dọa

Để thu hút dòng tiền chảy về kênh trái phiếu doanh nghiệp thuận lợi, các doanh nghiệp đã đưa ra mức lãi suất rất hấp dẫn, giao động gấp từ 1,5 đến hai lần so với lãi suất huy động của ngân hàng. Thông thường, nhà đầu tư cá nhân sẽ bị thu hút bởi lợi ích này và chỉ nhận diện được chất lượng trái phiếu thông qua bản cáo bạch phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, bản cáo bạch này lại phụ thuộc vào mục tiêu chủ quan của chính

doanh nghiệp phát hành. Luật Doanh nghiệp năm 2020 và Luật Chứng khoán năm 2019 đã bổ sung quy định chào bán trái phiếu riêng lẻ, quy định các đợt chào bán phải được tư vấn bởi công ty chứng khoán, quy định cụ thể trách nhiệm của doanh nghiệp phát hành, tổ chức cung cấp dịch vụ tư vấn phát hành, tổ chức lưu ký và các tổ chức cung cấp dịch vụ về trái phiếu doanh nghiệp làm cơ sở cho việc xử lý vi phạm khi các tổ chức này không tuân thủ quy định của pháp luật. Dù vậy, trái phiếu vẫn là một kênh đầu tư, cơ hội luôn đi kèm với rủi ro.

Bên cạnh đó, dịch COVID-19 ở nước ta vẫn còn diễn biến phức tạp. Hệ quả là, nhiều doanh nghiệp phải đóng cửa hoặc sản xuất cầm chừng khi thực hiện phương án “ba tại chỗ” và “một cung đường hai điểm đến”. Với thị trường bất động sản ở nước ta nhìn chung là “đóng băng”, các doanh nghiệp trong ngành này hầu như không có giao dịch mua bán. Để có thể duy trì nguồn tiền phục vụ kinh doanh, nhiều doanh nghiệp đã phải huy động bằng trái phiếu để có thêm nguồn vốn. Trong số các doanh nghiệp phát hành trái phiếu, vẫn có doanh nghiệp dù có quy mô nhỏ, nhưng huy động vốn với khối lượng lớn, lãi suất cao, không có tài sản đảm bảo hoặc chất lượng tài sản đảm bảo kém. Vì vậy, các nhà đầu tư cá nhân cần nhận thức rõ lãi trái phiếu càng cao thì rủi ro càng cao.

4.3. Rủi ro thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp còn cao

Rủi ro thanh khoản là rủi ro nhà đầu tư không thể ngay lập tức bán được trái phiếu khi có nhu cầu tiền mặt, hoặc không bán được trái phiếu với mức giá như kỳ vọng, hoặc phải chi trả nhiều chi phí để bán được trái phiếu, hay thậm chí là không thể thanh lý được trái phiếu.

Tính thanh khoản của trái phiếu còn thấp xuất phát từ các lý do: *thứ nhất*, trái phiếu có lãi suất cố định, giá trái phiếu ít biến động, nên các nhà đầu tư cá nhân không

thấy hấp dẫn khi nắm giữ trái phiếu, mà họ sẽ đầu tư vào cổ phiếu; *thứ hai*, trái phiếu thường có kỳ hạn dài, trong khi nhà đầu tư cá nhân lại có yêu cầu linh hoạt cao; *thứ ba*, đối với các trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết chính thức trên sàn chứng khoán, thì các nhà đầu tư cá nhân thường nắm giữ cho đến ngày đáo hạn như là khoản cho vay đối với doanh nghiệp. Điều này làm cho tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp bị ảnh hưởng. Ngoài ra, khi có nhu cầu thanh lý trái phiếu, nhà đầu tư cá nhân có thể giao dịch bán lại cho công ty chứng khoán, đơn vị phân phối hoặc trao tay, nhưng hiện tại, hành lang pháp lý của Việt Nam chưa đủ để bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư trong các trường hợp mua bán chuyển nhượng cho bên thứ ba (doanh nghiệp chứng khoán, đơn vị phân phối trái phiếu hoặc cá nhân). Vì vậy, tỷ lệ luân chuyển trái phiếu tại thị trường Việt Nam vẫn còn rất nhỏ.

5. Một số giải pháp nhằm giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư cá nhân khi tham gia vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Thứ nhất, nhà đầu tư không nên đưa ra quyết định dựa vào tâm lý đám đông, mà cần có sự hiểu biết và phân tích thị trường.

Việc nhà đầu tư cá nhân tham gia mua bán trái phiếu mà không quan tâm đến kết quả kinh doanh của đơn vị phát hành, không có kiến thức về đầu tư mà cảm tính và hoàn toàn lệ thuộc vào sự tư vấn của các tổ chức phân phối trái phiếu là điều cần phải hạn chế. Nguyên nhân một phần là do kiến thức chuyên môn về tài chính của bản thân các nhà đầu tư, nhưng một phần cũng bởi các nhà đầu tư không có những nguồn thông tin chính thống của doanh nghiệp (có sự tham gia của đơn vị kiểm toán). Ngoài ra, các công ty định mức tín nhiệm doanh nghiệp lại không có nhiều, hoặc nhiều nhà đầu tư không có khả năng tiếp cận những thông tin này. Do vậy, trước khi có hạ tầng pháp lý đủ sâu và rộng,

để bảo vệ mình, nhà đầu tư cá nhân cần có kiến thức để đưa ra quyết định. Cụ thể, cần nắm rõ thông tin về doanh nghiệp phát hành, cần biết mục đích sử dụng vốn huy động, cần xem xét đó là gói trái phiếu có tài sản đảm bảo hay không có tài sản đảm bảo, được bảo lãnh phát hành, bảo lãnh thanh toán bởi tổ chức nào, cân đối giữa rủi ro và lãi suất...

Thứ hai, cần có các tổ chức định mức tín nhiệm độc lập đối với sự phát triển thị trường vốn ở Việt Nam.

Dịch vụ định mức tín nhiệm (xếp hạng tín nhiệm) là dịch vụ đánh giá về uy tín của một doanh nghiệp đi vay trong việc họ có khả năng hoàn trả nghĩa vụ tài chính đó không. Hoạt động xếp hạng tín nhiệm trên thế giới đã có lịch sử phát triển hàng thập kỷ nay và đã trở thành thông lệ và văn hoá kinh doanh ở hầu hết các nước trên thế giới nhằm minh bạch thông tin giữa các doanh nghiệp và nhà đầu tư. Dịch vụ này không chỉ giúp nhà đầu tư những thông tin tham khảo quan trọng và đáng tin cậy để có thể quyết định đầu tư góp vốn, đầu tư trái phiếu, cổ phiếu hoặc các mục đích kinh doanh khác, mà đối với các ngân hàng thương mại, thông tin xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp cũng được xem là kênh tham khảo tin cậy trong hồ sơ thẩm định tài trợ vốn vay trung và dài hạn.

Ở Việt Nam, khái niệm định mức tín nhiệm còn khá mới mẻ. Hiện cả nước mới chỉ có một vài đơn vị hoạt động trong lĩnh vực này như: Công ty cổ phần Tín nhiệm và xếp hạng doanh nghiệp, Trung tâm Thông tin tín dụng (CIC, thuộc Ngân hàng Nhà nước) và Trung tâm Đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp (CRVC, thuộc Công ty Phần mềm và truyền thông Vietnamnet)... Cũng vì sự hạn chế của các tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam (cả về số lượng và chất lượng), nhà đầu tư chủ yếu vẫn phải tham khảo thông tin của doanh nghiệp từ những báo cáo tài chính đã được kiểm toán.

Trong khi đó, các công ty kiểm toán Việt Nam đến nay chỉ có chức năng xác nhận thông tin tài chính, kế toán của đơn vị là phù hợp với chuẩn mực, chế độ, mà không đưa ra bình luận về năng lực tài chính. Nghĩa là nhà đầu tư phải tự tìm hiểu dựa vào những kiến thức thu thập được, điều này khiến cho rủi ro đối với quyết định đầu tư bị đẩy lên cao, nếu như nhà đầu tư không có nhiều hiểu biết về lĩnh vực tài chính. Trong điều kiện hiện có đến 90% doanh nghiệp trong nước có quy mô vừa và nhỏ, thì việc thành lập các công ty định mức tín nhiệm trong nước có lợi hơn cho các nhà đầu tư cá nhân, so với việc sử dụng dịch vụ do các công ty định mức tín nhiệm nước ngoài cung cấp. Việc có sự đồng hành của các công ty định mức tín nhiệm ở tất cả các công ty phát hành trái phiếu, sẽ làm tăng yếu tố minh bạch của thông tin. Đây cũng chính là một yếu tố quyết định để tạo dựng niềm tin với các nhà đầu tư trong nước lẫn nhà đầu tư nước ngoài.

Thứ ba, hoàn thiện các quy định pháp lý về phát hành và đảm bảo trái phiếu doanh nghiệp.

- Cần xác định rõ về việc đảm bảo khả năng trả nợ của trái phiếu doanh nghiệp có bảo đảm. Nếu doanh nghiệp dùng tài sản để đảm bảo cho nghĩa vụ trả nợ, thì cơ chế kiểm soát, quản lý như thế nào đối với tài sản này? Hiện tại, Nghị định số 163/2018/NĐ-CP đã xác định nghĩa vụ trả nợ gốc và lãi của trái phiếu có bảo đảm khi đến hạn có thể được đảm bảo bằng tài sản của doanh nghiệp phát hành hoặc tài sản của bên thứ ba, nhưng quy trình để đảm bảo nghĩa vụ trả nợ gốc và lãi của trái phiếu có bảo đảm khi đến hạn bằng phương thức bảo lãnh thanh toán của tổ chức tín dụng có chức năng cung cấp dịch vụ bảo lãnh thanh toán sẽ được thực hiện theo quy định của pháp luật ngân hàng. Tuy nhiên, quy trình để đảm bảo nghĩa vụ trả nợ gốc và lãi của trái phiếu có bảo đảm

khi đến hạn bằng tài sản của doanh nghiệp phát hành hoặc tài sản của bên thứ ba sẽ được thực hiện như thế nào thì Nghị định chưa nêu rõ. Điều này vừa tạo sự lúng túng cho doanh nghiệp khi áp dụng và gây ảnh hưởng đến quyền lợi của người mua trái phiếu của doanh nghiệp.

- Cần điều chỉnh lại quy định về hồ sơ chào bán trái phiếu riêng lẻ của doanh nghiệp. Hiện tại, khoản 1 điều 13 Nghị định số 163/2018/NĐ-CP đã được sửa đổi bởi khoản 5 điều 1 Nghị định số 81/2020/NĐ-CP, nhưng vẫn chưa thể hiện rõ yêu cầu về những giấy tờ liên quan đến việc chứng minh khả năng thực hiện nghĩa vụ chi trả của doanh nghiệp phát hành trái phiếu trong trường hợp đó là trái phiếu có bảo đảm. Do đó, thiếu cơ sở để nhà đầu tư có thể tin tưởng về nghĩa vụ tài chính của doanh nghiệp phát hành trái phiếu.

- Cần bổ sung các quy định về xử phạt đối với hành vi vi phạm trong hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ như: hành vi vi phạm của tổ chức tư vấn về hồ sơ phát hành trái phiếu, vi phạm trách nhiệm đăng ký, lưu ký trái phiếu của doanh nghiệp phát hành, qua đó, vừa giúp cho nhà đầu tư có cơ hội được tiếp cận với những trái phiếu tốt, vừa giúp cho Nhà nước quản lý được tốt hơn hoạt động của loại hình trái phiếu doanh nghiệp nói riêng và hoạt động của thị trường chứng khoán nói chung./.

TÀI LIỆU TRÍCH DẪN

1. Bộ Tài chính (2020a), Văn bản số 36/VBHN-BTC ngày 7-9-2020 quy định về hợp nhất Nghị định số 163/2018/NĐ-CP và Nghị định số 81/2020/NĐ-CP quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.
2. Bộ Tài chính (2020b), Thông tư số 122/2020/TT-BTC ngày 31-12-2020 hướng dẫn chế độ công bố thông tin, báo cáo đối với trái phiếu doanh nghiệp.
3. Chính phủ (1994), Nghị định số 120-CP ngày 17-9-1994 ban hành quy chế tạm thời về việc phát hành trái phiếu, cổ phiếu doanh nghiệp nhà nước.
4. Chính phủ (2018), Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4-12-2018 quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.
5. Chính phủ (2020a), Nghị định số 81/2020/NĐ-CP ngày 9-7-2020 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4-12-2018 quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.
6. Chính phủ (2020b), Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31-12-2020 quy định về chào bán và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế.
7. Chính phủ (2020c), Nghị định số 156/2020/NĐ-CP ngày 31-12-2020 quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán.
8. Fiiin Rating (2021), *Triển vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam 2021*.
9. Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA, 2021), *Báo cáo tháng 12 năm 2021*.
10. Quốc hội (1995), *Luật Doanh nghiệp nhà nước*, số 39-L/CTN, ngày 20-4-1995.
11. Quốc hội (2003), *Luật Doanh nghiệp nhà nước*, số 14/2003/QH11, ngày 26-11-2003.
12. Quốc hội (1990), *Luật Công ty*, số 47-LCT/HĐNN8, ngày 21-12-1990.
13. Quốc hội (1999), *Luật Doanh nghiệp*, số 13/1999/QH10, ngày 12-6-1999.
14. Quốc hội (2020), *Luật Doanh nghiệp*, số 59/2020/QH14, ngày 17-6-2020.
15. Quốc hội (2006), *Luật Chứng khoán*, số 70/2006/QH11, ngày 29-6-2006.
16. Quốc hội (2010), *Luật Chứng khoán* số 62/2010/QH12, ngày 24-11-2010 sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán.
17. Quốc hội (2019), *Luật chứng khoán*, số 54/2019/QH14, ngày 26-11-2019.

Ngày nhận bài : 02-11-2021
Ngày nhận bản sửa : 29-11-2021
Ngày duyệt đăng : 30-11-2021