

KHƠI THÔNG DÒNG VỐN TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP CHO SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM

PGS., TS. Đỗ Hoài Linh *

1. Hiện trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

Thị trường tài chính gồm ba cấu phần dẫn vốn vô cùng quan trọng cho nền kinh tế là tín dụng ngân hàng, thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu. Nếu nguồn vốn của hệ thống tài chính chỉ chủ yếu dựa vào hệ thống ngân hàng như vốn có thì thị trường tài chính sẽ khó phát triển cân đối và hài hòa. Vì thế, những năm trở lại đây, trước sự phát triển khá sôi động của thị trường chứng khoán và thị trường trái phiếu, trong đó thị trường trái phiếu doanh nghiệp mặc dù bắt đầu manh nha từ năm 2011 nhờ sự phát triển của nền kinh tế và hoàn thiện về khuôn khổ pháp lý thì từ năm 2017 đến nay có tốc độ phát triển nhanh, bình quân 45% mỗi năm, quy mô thị trường năm 2022 đạt hơn 1,2 triệu tỷ đồng, đạt hơn 12% GDP. Đây là những tín hiệu đáng mừng vì nó giúp hình thành thị trường tài chính Việt Nam đồng bộ và toàn diện. Hiện tại, thị phần thị trường trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu là trái phiếu riêng lẻ, bao gồm các nhà phát hành đến từ nhóm tài chính - ngân hàng, nhóm các doanh nghiệp bất động sản, nhóm các tập đoàn đa ngành, nhóm các ngành khác. Ví dụ như năm 2021, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành



đạt 623.616 tỷ đồng, tăng 34,9% so với năm 2020; trong đó là 583.371 tỷ đồng phát hành riêng lẻ tăng 36,0% so với năm 2020 và 40.246 tỷ đồng phát hành ra công chúng, tăng 19,3% so với năm 2020 (VMBA, 2022).

Năm 2021 tiếp tục là năm có dấu ấn tăng trưởng đáng kể của thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp. Nhóm tài chính - ngân hàng dẫn đầu về giá trị phát hành năm 2021, chiếm 42,0% tổng giá trị phát hành, tăng 83,8% so với năm 2020. Nhóm ngành bất động sản chiếm 34,8% tổng giá trị phát hành, tăng 36,2% so với năm 2020. Nhóm tập đoàn đa ngành và các nhóm ngành khác chiếm lần lượt 4,9% và 18,4% tổng giá trị phát hành trong năm 2021, giảm 22,0% và 6,1% so với năm 2020. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp có giá trị giao dịch bình quân trong năm 2021 là 195,4 tỷ đồng/tháng

với tổng giá trị niêm yết trên Sàn HNX (Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội) là 16.850 tỷ đồng. Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp có xu hướng giảm nhẹ trong năm 2021 (VNDirect, 2022). Từ đó, thị trường trái phiếu doanh nghiệp từng bước khẳng định được vai trò dẫn vốn trung dài hạn cho các doanh nghiệp.

Tuy nhiên, năm 2022 là năm bước ngoặt lớn của thị trường trái phiếu doanh nghiệp với sự sụt giảm liên tục từ giá trị phát hành đến quy mô toàn thị trường đến từ những lý do: (i) Chờ đợi Nghị định sửa đổi Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế (Nghị định số 153/2020/NĐ-CP), với mục tiêu bảo vệ quyền lợi hợp pháp của

* Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

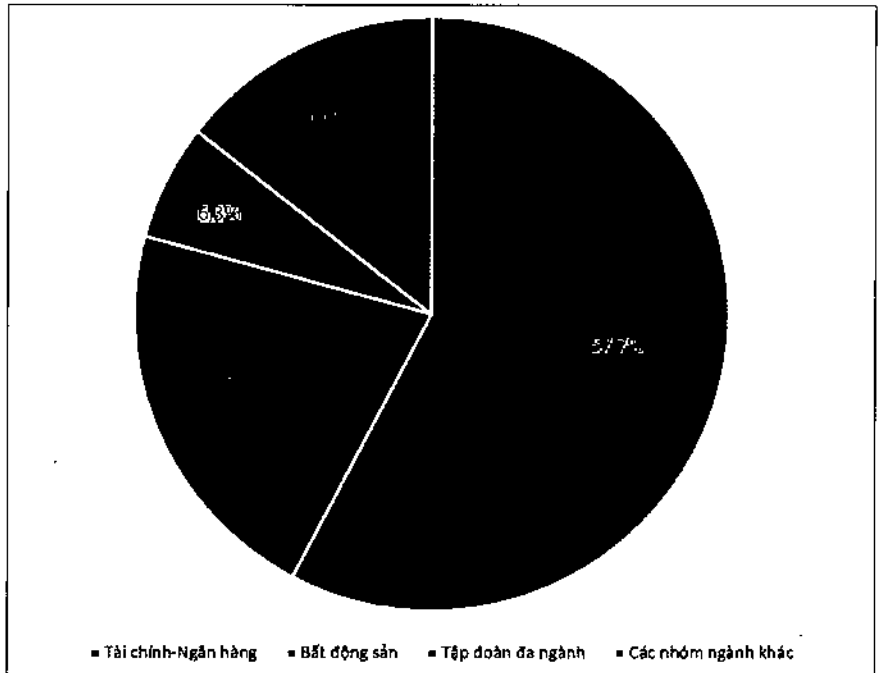
nhà đầu tư cũng như nâng cao chất lượng của thị trường vốn; (ii) Sự phanh phui sai phạm của một số doanh nghiệp cá biệt.

Từ đầu quý II/2022, Công ty Tân Hoàng Minh; Công ty VKC Holdings (một doanh nghiệp liên quan nhóm Louis Holding) đã phải thông báo tạm hoãn việc thanh toán lãi một lô trái phiếu do mất khả năng thanh toán. Tình trạng không thanh toán nghĩa vụ trái phiếu trở nên nghiêm trọng hơn với vụ Công ty An Đông; Vạn Thịnh Phát quy mô lớn hơn nhiều lần so với vụ Tân Hoàng Minh. Tình hình mất thanh khoản, không thanh toán nợ đến hạn chưa có dấu hiệu dừng lại.

Tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong 9 tháng năm 2022 giảm mạnh 43,5% so với cùng kỳ năm 2020, xuống còn 248.603 tỷ đồng, trong đó 240.804 tỷ đồng phát hành riêng lẻ; trái phiếu phát hành ra công chúng là 7.799 tỷ đồng, giảm 66,8% so với cùng kỳ năm 2020. Nhóm tài chính - ngân hàng dù vẫn là nhóm ngành dẫn đầu về giá trị phát hành, chiếm 57,7% tổng giá trị phát hành nhưng vẫn giảm 15,2% so với cùng kỳ năm 2020. Nhóm ngành bất động sản chiếm 21,5% tổng giá trị phát hành, giảm mạnh 67,0% so với cùng kỳ năm 2020. Nhóm tập đoàn đa ngành và các nhóm ngành khác chiếm lần lượt 6,3% và 14,5% tổng giá trị phát hành, tăng 94,9% và giảm 64,2% so với cùng kỳ năm 2020 (Hình 1).

Đặc biệt, sang đến tháng 10/2022, chỉ có 01 trái phiếu được phát hành trên toàn thị

Hình 1: Cơ cấu phát hành theo nhóm ngành 9 tháng đầu năm 2022



Nguồn: VNDirect, 2022

trường, trị giá hơn 200 tỷ đồng. Ở chiều ngược lại, lượng trái phiếu đến hạn phải trả tới cuối năm 2022 là 53.000 tỷ đồng, năm 2023 là 284.000 tỷ đồng và năm 2024 lên tới 363.000 tỷ đồng. Ngoài ra, khi lãi suất tiền gửi ngân hàng lên cao, nhà đầu tư có xu hướng bán lại trái phiếu doanh nghiệp để chuyển sang gửi tiết kiệm. Điều này có nghĩa là nhu cầu thì rất lớn nhưng dòng vốn vào trái phiếu doanh nghiệp lại đang bị ách tắc.

2. Nhận diện nguyên nhân gây ra những bất ổn cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

Thực tế đã xuất hiện lỗ hổng liên quan phát hành trái phiếu riêng lẻ của doanh nghiệp, cụ thể:

Thứ nhất, hiểu biết về tài chính của đa phần nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân còn chưa cao nên đã xuất

hiện tình trạng các nhà đầu tư bị dẫn dụ. Đặc biệt, thời gian qua, có tình trạng nhân viên đại lý của ngân hàng thương mại đã tư vấn cho khách hàng gửi tiền tại ngân hàng mình mua trái phiếu doanh nghiệp, quá trình cung cấp thông tin thiếu đầy đủ về bản chất cũng như lợi ích và rủi ro khi đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, để cho nhiều người dân hiểu nhầm đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp an toàn như gửi tiết kiệm tại ngân hàng, hay ngân hàng sẽ bảo lãnh thanh toán cho các trái phiếu này nếu rủi ro xảy ra.

Thứ hai, năng lực và uy tín của doanh nghiệp phát hành nhiều khi chưa được đảm bảo. Trong khi đó còn xảy ra hiện tượng lách luật và báo cáo tài chính, cáo bạch phát hành chưa đủ mức công khai, thiếu minh bạch trong hồ sơ phát hành, công bố thông tin mập mờ về sử dụng vốn, tiến độ triển khai dự án.

Thứ ba, về quản lý nhà nước thì

mặc dù các quy định pháp luật về phát hành trái phiếu doanh nghiệp theo Nghị định số 153/2020/NĐ-CP về tổng thể đã làm thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển rất tốt, giúp cho nhiều doanh nghiệp tiếp cận được vốn một cách hiệu quả nhưng việc giám sát, hậu kiểm hoạt động phát hành trái phiếu riêng lẻ và hoạt động phân phối trái phiếu thời gian vừa qua có vấn đề.

Thứ tư, mặc dù khuôn khổ pháp lý để thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm đã ra đời từ năm 2014 nhưng thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang thiếu vắng những công ty xếp hạng tín nhiệm nhằm đánh giá khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu một cách khách quan và minh bạch. Từ đó, dẫn đến thiếu cơ sở đánh giá mức độ tín nhiệm hay rủi ro của tổ chức phát hành hoặc từng đợt phát hành. Đến nay, mới chỉ có ba công ty là Saigon Ratings (thành lập năm 2018); Fii Ratings (thành lập năm 2020) và VIS Rating (mới thành lập năm 2022). Số lượng các doanh nghiệp được xếp hạng rất hạn chế, theo công bố thông tin trên website của các công ty, Fii Ratings xếp hạng được 07 doanh nghiệp và Saigon Ratings xếp hạng được 01 doanh nghiệp.

Thứ năm, sự phát triển của các quỹ đầu tư, quỹ ủy thác, quỹ hưu trí... chưa tương xứng với sự phát triển của thị trường. Đặc biệt với mức độ hiểu biết tài chính của người dân, của các nhà đầu tư cá nhân không cao như Việt Nam thì sự cần thiết của việc ủy thác vào những quỹ này là rất quan trọng.

3. Các giải pháp khơi thông dòng vốn trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

3.1. Nguyên tắc khi đề ra các giải pháp

Thứ nhất, thị trường tài chính Việt Nam đang ở giai đoạn sơ khai nên trong quá trình hình hài và phát triển, thị trường trái phiếu doanh nghiệp nảy sinh ra những vấn đề như hiện tại chúng ta đang phải đối mặt sẽ là điều khó tránh khỏi và việc cần làm lúc này không phải chỉ nhìn vào điểm tiêu cực mà tẩy chay, lên án hoặc bóp nghẹt thị trường trái phiếu doanh nghiệp mà mấu chốt là phải tháo gỡ những vấn đề phát sinh ngay hiện tại, đồng thời có những biện pháp để ngăn chặn những vấn đề có thể phát sinh trong tương lai để thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển ổn định và vững mạnh.

Thứ hai, bên cạnh những trường hợp điển hình như Công ty Tân Hoàng Minh; Vạn Thịnh Phát... thì vẫn có nhiều doanh nghiệp tốt, hoạt động kinh doanh bình thường, dòng tiền ổn định nên việc hoàn trả nợ gốc và lãi sẽ không gặp phải vấn đề.

Thứ ba, không được phép để chỉ vì một số doanh nghiệp có vấn đề mà làm ảnh hưởng tới sự phát triển của của toàn bộ thị trường trái phiếu doanh nghiệp vì vai trò dẫn vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế của thị trường trái phiếu doanh nghiệp là không thể phủ nhận.

3.2. Các giải pháp

Thứ nhất, dù 99,6% lượng trái phiếu bất động sản từ nay tới cuối năm 2022 có tài sản đảm bảo thì

giải pháp then chốt nhằm đối phó với sự ách tắc của thị trường trái phiếu doanh nghiệp lúc này phải là tạo dựng niềm tin cho nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân bằng việc các doanh nghiệp phát hành cần trả nợ đúng hạn khi trái phiếu đến hạn.

- Những doanh nghiệp phát hành có tỷ lệ nợ cao hoặc các dự án chậm tiến độ nếu không có sẵn dòng tiền và nguồn lực tài chính, phải chấp nhận: (i) Bán tài sản bảo đảm và các tài sản khác của doanh nghiệp để có dòng tiền trả nợ; (ii) Đàm phán với trái chủ để được chuyển đổi nợ thành cổ phần hoặc đổi nợ lấy sản phẩm của doanh nghiệp; (iii) Đàm phán với trái chủ xin giãn nợ hoặc cơ cấu lại nợ.

- Những doanh nghiệp phát hành có dòng tiền mạnh, có tiềm lực tài chính có thể mua lại trái phiếu trước hạn để củng cố niềm tin của thị trường. Trên thực tế giá trị mua lại trái phiếu doanh nghiệp trước hạn trong 10 tháng năm 2022 đạt 143.440 tỷ đồng, tăng 42% so với cùng kỳ, tập trung vào các trái phiếu cận đáo hạn, 53% lượng trái phiếu mua lại là do các ngân hàng. Đồng thời, trước diễn biến lạm phát vẫn là mối nguy của nền kinh tế toàn cầu thì tương lai lãi suất sẽ tiếp tục gia tăng, nên việc mua lại các trái phiếu cận đáo hạn rồi phát hành thay thế lượng trái phiếu mới với kỳ hạn dài sẽ giúp doanh nghiệp phát hành tránh rủi ro đến từ lãi suất có thể tăng cao hơn nữa, đồng thời chủ động quản lý được cơ cấu vốn và chi phí vốn tối ưu.

- Cần phải xử lý triệt để những

trường hợp doanh nghiệp phát hành cá biệt đã lợi dụng các kẽ hở của pháp luật, cố tình vi phạm và thông đồng với các công ty chứng khoán, tổ chức cung cấp dịch vụ để thực hiện các hành vi gian lận trên thị trường, gây ra những sai phạm. Từ đó, ảnh hưởng lớn đến niềm tin của các nhà đầu tư cá nhân với toàn bộ thị trường. Do vậy, việc xử lý triệt để và nghiêm minh, không có ngoại lệ, không bỏ sót đối tượng sai phạm, sai đến đâu xử lý đến đó để làm lành mạnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp, lập lại trật tự thị trường, tạo niềm tin và sự an tâm cho nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân khi tham gia trên thị trường này.

Thứ hai, hình thành hệ sinh thái trái phiếu doanh nghiệp gồm đồng bộ các thành tố từ hạ tầng từ pháp luật, hạ tầng công nghệ, hệ thống cơ sở dữ liệu, các chuẩn mực kế toán, các chế tài xử phạt.

- Các quy định của pháp luật cần theo hướng đồng bộ, nhất quán, khả thi, ổn định, dự báo và tiên liệu được nên dù Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ngày 16/9/2022 của Chính phủ được ban hành để sửa đổi một số nội dung của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP, nhưng một số quy định trong Nghị định số 65/2022/NĐ-CP đã cho thấy chưa phù hợp với thực tiễn. Do vậy, các nhà làm luật cần phải chuyên tâm và dành tâm huyết hơn nữa để bảo đảm các quy định phải phù hợp và đón đầu được thực tiễn.

- Tăng cường bộ lọc giúp các nhà đầu tư dễ dàng nhận biết trái phiếu doanh nghiệp nào là trái phiếu tốt, doanh nghiệp phát hành nào lành mạnh trong kinh

doanh, minh bạch về thông tin và hiệu quả trong dài hạn bằng việc phát huy hơn nữa vai trò của xếp hạng tín nhiệm trên thị trường. Dù theo quy hoạch phát triển dịch vụ xếp hạng tín nhiệm đến năm 2020 tầm nhìn 2030 của Thủ tướng Chính phủ thì đến năm 2030, Chính phủ sẽ chỉ cấp phép cho tối đa 05 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xếp hạng tín nhiệm. Tuy nhiên, nhu cầu ngoài vốn tín dụng ngân hàng thì từ nay đến năm 2030, mỗi năm Việt Nam cần huy động từ 700 nghìn tỷ đồng đến 1 triệu tỷ đồng vốn trung - dài hạn và trái phiếu doanh nghiệp đạt 58% GDP thì rất cần thiết gia tăng số lượng tổ chức xếp hạng có uy tín trên thị trường.

- Khuyến khích các doanh nghiệp thực hiện chào bán trái phiếu ra công chúng nếu đủ điều kiện thực hiện theo hình thức này bằng việc cải thiện quy trình và thủ tục phát hành vi hiện tại nhanh nhất là nửa năm, chậm nhất 01 năm thì Vụ Quản lý chào bán chứng khoán của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước mới xử lý xong một bộ hồ sơ phát hành trái phiếu ra công chúng.

- Đẩy mạnh sự hiện hữu của các quỹ đầu tư, quỹ ủy thác, quỹ hưu

trí trên thị trường, những quỹ này sẽ giúp những nhà đầu tư không chuyên, những nhà đầu tư không có kinh nghiệm với lượng vốn nhỏ khai thác được lợi ích của các quỹ như đa dạng hóa được danh mục trái phiếu nắm giữ, ủy thác năng lực thẩm định cho các chuyên viên có kiến thức của quỹ từ đó giúp các nhà đầu tư cá nhân hạn chế được rủi ro và nâng được lợi tức đầu tư.

- Có những chế tài xử phạt nghiêm minh nếu các doanh nghiệp phát hành, các tổ chức cung cấp dịch vụ như các tổ chức xếp hạng tín nhiệm và đại lý phát hành có những sai phạm.

- Tăng cường tuyên truyền qua các báo, đài, các gameshow để nâng cao kiến thức cho người dân về lợi ích cũng như rủi ro của việc đầu tư trái phiếu. Đặc biệt, người dân cần hiểu, không bao giờ có chuyện đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp sẽ an toàn 100% vì ngay cả khi các nhà đầu tư chuyên nghiệp nhất là ngân hàng cấp tín dụng cho doanh nghiệp, cho dù khoản vay đã được thẩm định kỹ lưỡng, giám sát chặt chẽ thì vẫn có khả năng xảy ra tổn thất vì những lý do khách quan như thiên tai hay suy thoái kinh tế toàn cầu... ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Chính phủ (2020), Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế.
2. Chính phủ (2022), Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ngày 16/9/2022, sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP.
3. Trần Ngọc (2022), Mổ xẻ nguyên nhân khiến thị trường trái phiếu doanh nghiệp rối loạn, truy cập tại: <https://cafef.vn/mo-xe-nguyen-nhan-khien-thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-roi-loan-20220517085713549.chn>
4. VNBA (2022), Tóm tắt Thị trường Trái phiếu Việt Nam năm 2021, truy cập tại: https://vbma.org.vn/storage/reports/March2022/VE_VBMA_TOM%20TAT%20TTTP%202021.pdf
5. VNDirect (2022), Báo cáo thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam, truy cập tại: <https://www.vndirect.com.vn/category/bao-cao-trai-phieu/>