

Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại một số nước thuộc ASEAN +3 và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Đoàn Quỳnh Phương^{1,*}, Trịnh Quốc Trung²



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Việt Nam là một quốc gia được đánh giá có hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng. Nguồn vốn nhàn rỗi của dân cư chủ yếu được đưa vào phục vụ nhu cầu đầu tư của nền kinh tế một cách gián tiếp thông qua hệ thống ngân hàng. Do vậy, phát triển thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp là một giải pháp giảm bớt sự phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng đồng thời tạo nguồn vốn cho nền kinh tế. Việc huy động vốn bằng phát hành trái phiếu được xem là phương thức mang lại nhiều lợi ích như huy động vốn từ các thành phần kinh tế. Mặt khác, trong nghiên cứu về việc đẩy mạnh tài trợ vốn dài hạn, nhiều nhận định cho rằng việc phát hành trái phiếu cũng cung cấp cho thị trường và các nhà đầu tư một công cụ tài chính, giúp đa dạng hóa danh mục đầu tư và giảm thiểu rủi ro. Phát triển thị trường TPDN không chỉ ở Việt Nam mà còn trở thành một nhiệm vụ cấp thiết hơn bao giờ hết khi mà kinh tế trong nước, khu vực và thế giới gặp nhiều khó khăn bắt nguồn từ các cuộc khủng hoảng. Do vậy, việc tái cấu trúc hệ thống tài chính, trong đó đa dạng hóa các nguồn tài trợ vốn, cụ thể là đẩy mạnh thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng trở thành một nhu cầu tất yếu không chỉ của riêng Việt Nam mà còn của các nước Châu Á, đặc biệt kể từ sau cuộc khủng hoảng tiền tệ Thái Lan 1997 và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008. Thông qua thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng, nguồn vốn trong nước và khu vực có thể được chuyển vào các dự án cơ sở hạ tầng và đầu tư sản xuất khác trong dài hạn. Có một thị trường trái phiếu (trong đó bao gồm TPDN) nội tệ phát triển tốt có thể tăng cường khả năng phục hồi thị trường tài chính trong nước trước những cú sốc bên ngoài và tạo điều kiện trung gian tốt hơn giữa tiết kiệm và đầu tư vào sản xuất ở các nước Châu Á, trong đó có Việt Nam. Do đó, việc tìm hiểu kinh nghiệm về phát triển thị trường TPDN ở một số nước thuộc khu vực ASEAN+3, từ đó rút ra bài học kinh nghiệm cho Việt Nam có ý nghĩa rất lớn trong việc phát triển thị trường TPDN ở nước ta.

Từ khóa: Thị trường Trái phiếu doanh nghiệp, bài học kinh nghiệm, ASEAN+3, phát triển, trái phiếu doanh nghiệp

¹Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM, Việt Nam

²Trường Đại học Kinh tế - Luật, ĐHQG - HCM, Việt Nam

Liên hệ

Đoàn Quỳnh Phương, Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM, Việt Nam

Email: phuongdq@buh.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 04/03/2022
- Ngày chấp nhận: 29/9/2022
- Ngày đăng: 15/10/2022

DOI: 10.32508/stdjelm.v6i3.1020



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



GIỚI THIỆU

Phát triển thị trường TPDN trở thành một nhiệm vụ cấp thiết hơn bao giờ hết không chỉ ở Việt Nam mà còn đối với các quốc gia khác trên thế giới, khi mà kinh tế trong nước, khu vực và thế giới gặp nhiều khó khăn bắt nguồn từ các cuộc khủng hoảng. Theo đánh giá của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), một trong những lý do chính đằng sau cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997 là sự phụ thuộc quá mức của các nền kinh tế Châu Á vào các ngân hàng thương mại để tài trợ tài chính trong nước. Các nước trong khu vực Châu Á hầu như thất bại trong việc đa dạng hóa các nguồn tài chính để tài trợ cho doanh nghiệp vì chủ yếu các nền kinh tế này đều dựa vào ngân hàng thay vì các công cụ tài chính khác, cụ thể là thị trường trái phiếu, vẫn chưa phát triển và qui mô của thị trường khá nhỏ (ADB, 2002)¹. Mặt khác, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 và khủng hoảng nợ Châu Âu diễn ra đã dẫn đến những hạn chế

trong việc mua lại đồng nội tệ và thanh khoản ngoại tệ trong khu vực doanh nghiệp ở châu Á khi các ngân hàng nước ngoài rút khỏi các khoản đầu tư ở châu Á. Hơn nữa, các nước châu Á cần nguồn vốn dài hạn lớn (750 tỷ USD mỗi năm trong giai đoạn 2010–2020) để phát triển kết nối cơ sở hạ tầng trong nước và giữa các nền kinh tế trong khu vực². Do vậy, việc tái cấu trúc hệ thống tài chính, trong đó đa dạng hóa các nguồn tài trợ vốn, cụ thể là đẩy mạnh thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng trở thành một nhu cầu tất yếu không chỉ của riêng Việt Nam mà còn của các nước Châu Á, đặc biệt kể từ sau cuộc khủng hoảng tiền tệ Thái Lan 1997, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu năm 2012. Thông qua thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng, nguồn vốn trong nước và khu vực có thể được chuyển vào các dự án cơ sở hạ tầng và đầu tư sản xuất khác trong dài hạn. Có một thị trường trái phiếu (trong đó bao gồm

Trích dẫn bài báo này: Phương D Q, Trung T Q. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại một số nước thuộc ASEAN +3 và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(3):3236-3249.

TPDN) nội tệ phát triển tốt có thể tăng cường khả năng phục hồi thị trường tài chính trong nước trước những cú sốc bên ngoài và tạo điều kiện trung gian tốt hơn giữa tiết kiệm và đầu tư vào sản xuất ở các nước Châu Á, trong đó có Việt Nam.

Ở Việt Nam, khi quy mô nền kinh tế so với khu vực Asean +3 được đánh giá là khá tương đương và có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong tương lai thì thị trường TPDN lại chưa có được sự phát triển đúng tầm như thế. Thị trường TPDN Việt Nam hình thành từ năm 2000, song đến năm 2011 khi Nghị định 90/2011/NĐ-CP về phát hành TPDN có hiệu lực, thị trường này mới bắt đầu phát triển. Trong những năm gần đây, mặc dù thị trường TPDN đã có những nét khởi sắc nhưng so sánh tương quan với các nước cùng trình độ phát triển trong khu vực và trên Thế giới thì thị trường trái phiếu Việt Nam chưa phát triển đúng tầm. Đáng chú ý, hiện nay, trên thị trường trái phiếu Việt Nam, trái phiếu Chính phủ đang chiếm vị trí “thống lĩnh”, trong khi đó trái phiếu của các DN phát hành lại rất hạn chế³. Và dù quy mô vốn hoá thị trường TPDN đã tăng dần và đạt mức 10,22% GDP năm 2018 (tính đến thời điểm 24/06/2019) thì con số này vẫn nhỏ hơn nhiều so với mức bình quân của khu vực Asean +3 là 21,7% GDP. Năm 2018 đánh dấu sự tăng trưởng rõ rệt của thị trường TPDN Việt Nam. Trong năm này, quy mô thị trường TPDN tăng khoảng 53% so với năm 2017 và tăng gấp 32 lần so với năm 2011. Sự tăng trưởng của thị trường TPDN không ngừng bứt phá cho đến hiện nay, làm tăng kỳ vọng đây là một kênh huy động vốn mới thay thế cho kênh tín dụng, giảm áp lực cung ứng vốn trung và dài hạn cho các ngân hàng (NH). Chưa kể, cùng với sự tăng trưởng nóng của thị trường TPDN, sự gia tăng tỷ lệ phát hành trái phiếu từ các chủ thể đặc biệt như NH, công ty chứng khoán, công ty bất động sản càng tăng thêm mức độ rủi ro cho sự phát triển của thị trường TPDN tại Việt Nam. Do đó, việc tìm hiểu kinh nghiệm về phát triển thị trường TPDN ở một số nước, từ đó rút ra bài học kinh nghiệm cho Việt Nam có ý nghĩa rất lớn trong việc phát triển thị trường TPDN ở nước ta.

Cho đến nay, trên thế giới đã có nhiều bài viết nghiên cứu về sự phát triển của thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng để rút ra bài học kinh nghiệm cho quốc gia của họ. Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004)⁴ tiến hành nghiên cứu về thị trường trái phiếu (bao gồm cả thị trường TPDN) của 41 quốc gia khác nhau trong giai đoạn 1990 – 2001 đã cho thấy sự phát triển của thị trường trái phiếu nội địa chịu nhiều ảnh hưởng bởi tính hiệu quả về quy mô nền kinh tế, nghĩa là những nước có nền kinh tế càng lớn thì thị trường trái phiếu càng

phát triển⁴. Bhattacharyay (2013)⁵ sử dụng dữ liệu về thị trường trái phiếu của 10 nước Châu Á từ năm 1998 – 2008 cho thấy các nhân tố cơ bản ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường trái phiếu, gồm: qui mô của nền kinh tế, giai đoạn phát triển của nền kinh tế, độ mở của nền kinh tế, qui mô của hệ thống ngân hàng và biên độ lãi suất⁵. Pradhan và cộng sự (2014)⁶ nghiên cứu giữa các biến vĩ mô như: tăng trưởng lĩnh vực ngân hàng, sự phát triển của TTCK (trong đó có xét đến thị trường TPDN), tốc độ tăng trưởng kinh tế tại các nước ASEAN giai đoạn 1961 – 2012 cho thấy mối quan hệ giữa TTCK (trong đó có thị trường TPDN) và phát triển kinh tế đóng vai trò quan trọng cho các quốc gia thuộc diễn đàn khu vực ASEAN⁶. Smaoui và cộng sự (2017)⁷ nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc, tài chính, phát triển, các yếu tố thể chế và kinh tế vĩ mô của phát triển thị trường trái phiếu cho một mẫu 22 nước đang phát triển và đang phát triển trong giai đoạn 1990 – 2013⁷. Kết quả của bài nghiên cứu cho thấy kết hợp các yếu tố cấu trúc, tài chính và thể chế dường như tác động đáng kể đến thị trường trái phiếu... Tại Việt Nam, Trịnh Mai Vân (2010)⁸ nghiên cứu về kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN tại Hàn Quốc, Trần Vinh Quang (2017)⁹ nghiên cứu về kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN tại một số nước Châu Á như Hàn Quốc, Trung Quốc, Malaysia,...^{8,9} Ngoài nghiên cứu kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN tại 3 nước Hàn Quốc, Trung Quốc, Malaysia, bài viết sẽ nghiên cứu thêm kinh nghiệm của Nhật Bản vì đây là các nước có thị trường TPDN phát triển mạnh mẽ trong khu vực ASEAN+3. Để thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPDN thì cần có sự phối đồng bộ giữa các bên liên quan, đặc biệt, các chính sách của Nhà nước và Chính phủ có vai trò rất quan trọng. Vì vậy, bài viết tập trung tìm hiểu các chính sách mà các quốc gia trên sử dụng để phát triển thị trường TPDN của mình và rút ra bài học kinh nghiệm cần thiết, phù hợp cho Việt Nam.

KINH NGHIỆM PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP TẠI MỘT SỐ NƯỚC THUỘC KHU VỰC ASEAN+3

Thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng đã được các nước Châu Á tiến hành cải cách một cách tương đối thành công. Mặc dù, tốc độ tăng trưởng và quy mô của thị trường TPDN của các nước Châu Á vẫn thấp hơn tiềm năng của toàn khu vực nhưng đã gặt hái được những kết quả đáng khích lệ. Đặc biệt là các nước thuộc khu vực ASEAN +3, một cơ chế hợp tác giữa các quốc gia thuộc khối ASEAN và ba quốc gia Đông Bắc Á gồm Nhật Bản, Hàn Quốc và

Trung Quốc đã có những hợp tác và sáng kiến nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPDN trong khu vực. Nếu như, năm 1996, giá trị trái phiếu nội tệ thị trường ASEAN +3 chỉ chiếm khoảng 2,1% tổng giá trị trái phiếu toàn cầu thì đến năm 2012, tỷ lệ này đã tăng lên 8,1%. Thị trường trái phiếu nội tệ các nước ASEAN +3 có tốc độ tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2000 – 2010, từ mức 5.388 tỷ USD năm 2000 lên mức khoảng 18.414 tỷ USD vào cuối năm 2012. Theo thống kê của ADB, tính đến cuối năm 2020, thị trường trái phiếu khu vực ASEAN +3 có giá trị ước khoảng 32.202 tỷ USD trong đó, thị trường TPCP là khoảng 23.106 tỷ USD chiếm 72% tổng quy mô thị trường, TPDN đạt 8.529 tỷ USD, tương đương 26,49% tổng quy mô thị trường. Quy mô thị trường trái phiếu tính theo GDP của các nước Asean +3 ngày càng tăng, trong đó Nhật Bản, Hàn Quốc và Malaysia có quy mô thị trường trái phiếu tính theo GDP cao nhất trong khu vực với tỷ lệ vào cuối năm 2020 lần lượt là 232%, 134% và 119%^{10,11}.

Thị trường TPDN các nước Asean +3 đã có những tăng trưởng vượt bậc trong thời gian gần đây (như Hình 1). Trong đó, đặc biệt là Trung Quốc với bước phát triển thần tốc nhảy vọt với số lượng phát hành trái phiếu tăng, vốn hóa thị trường được mở rộng đáng kể, doanh thu từ thị trường thứ cấp tăng, số lượng và sự đa dạng về đối tượng tham gia thị trường và các công cụ tài chính đang gia tăng nhanh chóng. Nghiên cứu thị trường trái phiếu Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2008 đến quý III/2018, giá trị phát hành trái phiếu giảm vào các năm 2012-2014, sau đó bắt đầu chu kỳ tăng trưởng và tiếp diễn cho đến nay. Theo số liệu của Ngân Hàng Phát Triển Châu Á (ADB), tính đến hết quý III/2018, tổng giá trị TPDN đang lưu hành là 79.515,5 tỉ đồng, chiếm 6,45% tổng giá trị trái phiếu lưu hành của nền kinh tế (bao gồm trái phiếu Chính phủ, tín phiếu kho bạc và trái phiếu doanh nghiệp), tăng 128,8% so với cuối năm 2014 và tăng 31,4% so với cùng kỳ năm 2017.

Kể từ năm 2014 đến quý III/2018, tổng giá trị trái phiếu phát hành của nền kinh tế nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng đều tăng trưởng khả quan, với tốc độ tăng trưởng lần lượt 8,6%/năm và 23%/năm. Giá trị TPDN phát hành tăng trưởng mạnh hàng năm phản ánh hoạt động huy động vốn dài hạn trong quá trình phục hồi của nền kinh tế. Tuy nhiên quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp mới chỉ chiếm 8,57% so với GDP. Đến cuối năm 2020, dù bị ảnh hưởng bởi dịch Covid – 19, quy mô thị trường TPDN tiếp tục mở rộng và đạt 15,1% so với GDP¹³⁻¹⁵. Nếu so sánh với các thị trường trong khu vực như Malaysia, Philippine, Thái Lan, Indonesia, Singapore thì Việt Nam là quốc gia có quy mô thị trường TPDN

nhỏ nhất, năm 2006 chỉ đạt 3,4 tỉ USD, chỉ bằng khoảng 2,2 - 15,4% các quốc gia kể trên. Xét về tỉ trọng so với GDP, Việt Nam vẫn thua xa khi chỉ số này của Malaysia là 46,3%, của Thái Lan là 21,3%, của Philippines là 7,1%, của Indonesia là 2,9%. Đến năm 2020, mặt dù quy mô thị trường TPDN có tăng và đã vượt qua Philippines (8,9%) và Indonesia (2,8%) nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với Thái Lan (22,7%) hay Malaysia (54,3%) như Hình 2.

Có thể lý giải về những hạn chế đã nêu ở phần trên là so với các nước trong khu vực, thị trường vốn, đặc biệt là thị trường TPDN Việt Nam vẫn còn rất non trẻ và đang trong giai đoạn đầu của sự phát triển.

Lý do lựa chọn các nước như Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc và Malaysia để tìm hiểu kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN là vì đây là các nước nằm trong cùng khu vực với Việt Nam, có những nét tương đồng về sự phát triển xã hội và kinh tế đồng thời thị trường TPDN tại các nước này có sự phát triển mạnh mẽ nhất khu vực ASEAN +3 nhờ vào những nỗ lực cải cách và chính sách phát triển phù hợp của chính phủ các nước này. Do đó, việc tìm hiểu kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN của một số nước Châu Á, đặc biệt là một số nước có thị trường trái phiếu phát triển trong nhóm Asean +3 để rút ra bài học cho Việt Nam là một điều rất cần thiết.

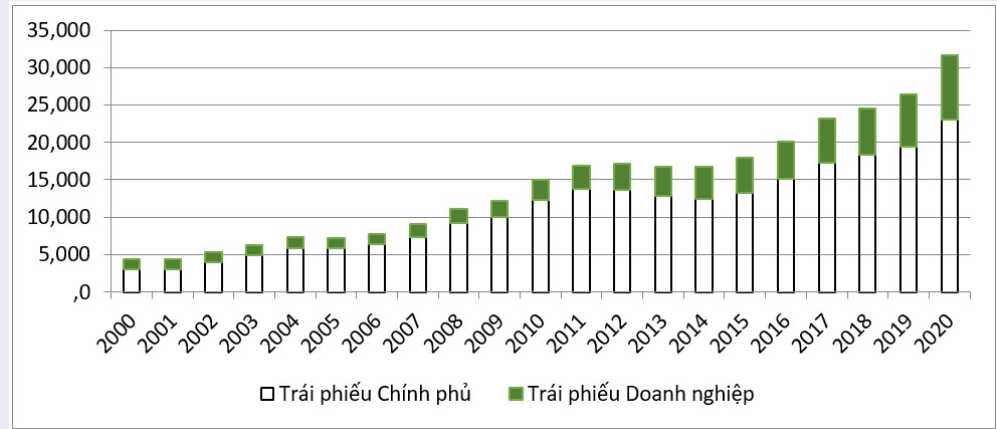
Kinh nghiệm của Hàn Quốc

Những kinh nghiệm đúc kết được từ sau cuộc khủng hoảng tài chính – tiền tệ năm 1997, giúp Chính phủ Hàn Quốc nhận thức được tầm quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu và để ra những giải pháp tích cực để vực dậy thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng. Ba giải pháp chính là:

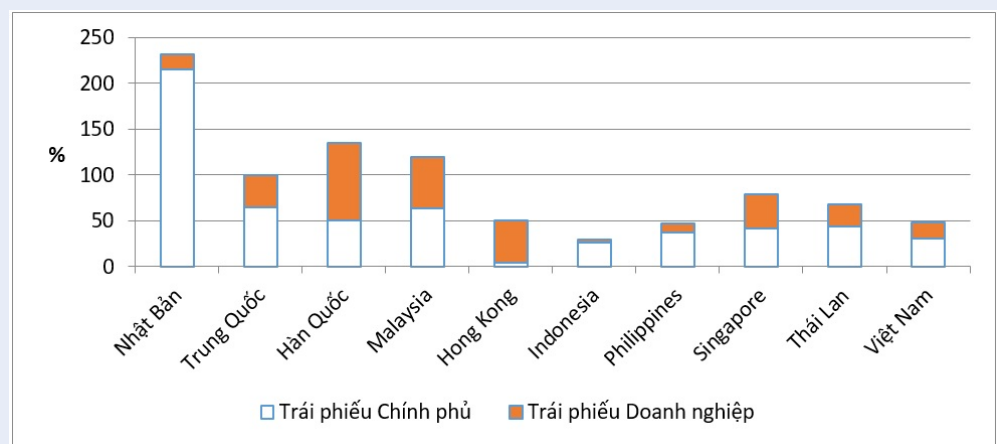
Thứ nhất, quy trình phát hành trái phiếu được thay đổi theo hướng tăng tính minh bạch cho toàn thị trường; *Thứ hai*, tập trung cải cách thị trường TPCP, thực hiện tăng cường phát hành loại trái phiếu này để huy động nguồn vốn nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách và tài trợ vốn cho khôi phục kinh tế (Briers & ctg, 1999; Kim & Park, 2002)^{16,17}, TPCP trở thành công cụ huy động vốn dài hạn quan trọng của Chính phủ kể từ thời kỳ này^{16,17};

Thứ ba, thay thế cơ chế phát hành theo giá định trước bằng cơ chế xác định giá theo cung cầu thị trường, thiết lập hệ thống đấu giá điện tử là một số cải cách nhằm từng bước hoàn thiện cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng.

Với những cải cách quan trọng, Hàn Quốc đã thực hiện các chính sách phát triển một cách đồng bộ cả



Hình 1: Quy mô và kết cấu Thị trường trái phiếu các nước ASEAN +3 trong giai đoạn 2000 – 2020 (Đơn vị tính: Tỷ USD) (Nguồn: AsiansBondOnline, ADB¹²)



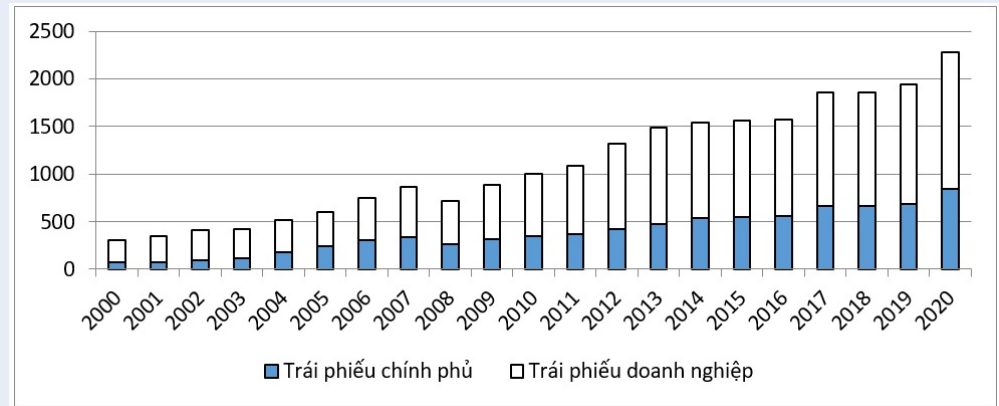
Hình 2: Quy mô thị trường Trái phiếu so với GDP (%) các nước khu vực Asean +3 cuối năm 2020 (Nguồn: Asian-BondsOnline, ADB¹²)

thị trường TPCP và TPDN trong giai đoạn tiếp theo cho đến nay, trong đó TPDN phát hành trong giai đoạn này chủ yếu do các doanh nghiệp công nghiệp và doanh nghiệp phát triển cơ sở hạ tầng phát hành. Từ năm 2000 đến nay, kết quả của việc thực hiện các chính sách cải cách thị trường trái phiếu của Chính phủ Hàn Quốc đạt được là giá trị TPDN không ngừng tăng lên và tỷ lệ TPCP, TPDN luôn đạt ở mức cao so với GDP và có xu hướng ngang bằng nhau như Hình 3.

Cơ cấu thị trường trái phiếu từ năm 2006 có sự thay đổi đáng kể so với thời kỳ trước khủng hoảng tài chính. TPCP tăng với tốc độ nhanh nhất từ 23,3 nghìn tỷ KRW năm 1996 lên 254,3 nghìn tỷ KRW năm 2006, thị phần TPCP chiếm 31,61%, TPDN chiếm tỷ trọng 15,13% toàn thị trường. Tính đến cuối năm 2010, giá

trị trái phiếu lưu hành trên thị trường là khoảng 1.294 nghìn tỷ KRW (tương đương 1.149,14 tỷ USD), trong đó TPCP chiếm 30,19% và TPDN là 57,17%. Năm 2020, quy mô thị trường trái phiếu Hàn Quốc tăng trưởng gần gấp 2 lần so với năm 2010, với tổng giá trị lưu hành là 2.633,2 nghìn tỷ KRW (tương đương 2.083 tỷ USD), trong đó TPCP chiếm 32,72% và TPDN là 60,46%¹⁸. Thị trường TPCP được cải cách mạnh mẽ đã tạo đà hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường TPDN ngày càng lớn mạnh. Thị trường TPDN đã có những biến đổi căn bản về chất với nhiều chủng loại hàng hóa được ra đời trên thị trường.

Với nhu cầu về vốn dài hạn tăng cao để đáp ứng cho sự phục hồi và phát triển mạnh mẽ của các công ty ở Hàn Quốc sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997, cơ cấu TPDN đã có sự thay đổi đáng kể. Các tổ chức tài



Hình 3: Quy mô và cơ cấu thị trường trái phiếu Hàn Quốc trong giai đoạn 2000 – 2020 (Đơn vị tính: tỷ USD) (Nguồn: AsianBondsOnline, ADB¹²)

chính đã trở nên cần trọng hơn khi thực hiện bảo đảm cho các trái phiếu phát hành. Chính phủ Hàn Quốc trong năm 1998 ban hành điều luật về trái phiếu được đảm bảo (Secured Bond Trust Act) quy định những loại tài sản được dùng để đảm bảo và tài sản đảm bảo phải được gắn liền với trái phiếu phát hành. Sự thay đổi về tâm lý thị trường và hành lang pháp lý đã dẫn đến việc phát hành TPDN được bảo đảm trở nên khó khăn hơn. Số lượng TPDN được đảm bảo đã giảm xuống rất nhanh, nếu như chiếm 85% tổng khối lượng phát hành vào năm 1997 thì tỷ lệ này đã giảm xuống còn 0,6% vào năm 2004 và năm 2008 là 0,1%. Ngược lại, số TPDN không có đảm bảo tăng lên với tỷ lệ 99,6% năm 2004 và 99,9% năm 2008.

Thông qua việc giới thiệu các công cụ tài chính mới và thiết lập các định chế hỗ trợ phát triển thị trường, danh mục TPDN trở nên đa dạng hơn so với thời kỳ trước với các loại trái phiếu như: trái phiếu có bảo đảm bằng tài sản và không có bảo đảm; trái phiếu có thể chấp, trái phiếu được đảm bảo bằng tài sản thương phiếu, nghĩa vụ cho vay có thể chấp, trái phiếu có đặc quyền.

Bên cạnh đó, kỳ hạn của trái phiếu cũng có sự thay đổi, kỳ hạn trung bình của TPDN giảm trong giai đoạn trước năm 2009 là 3,03 năm do ảnh hưởng khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 và một số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng bị phá sản, kỳ hạn trái phiếu giảm do các nhà đầu tư trở nên nhay cảm hơn và họ chủ yếu đầu tư vào các trái phiếu ngắn hạn. Tuy nhiên, sau năm 2009, tình hình kinh tế bắt đầu bình ổn trở lại, kỳ hạn trung bình của TPDN bắt đầu được kéo dài, kỳ hạn trung bình của TPDN tính đến năm 2014 ở mức 4,96 năm. Việc phát hành đa dạng các hình thức trái phiếu đã giúp cho các doanh

nh nghiệp Hàn Quốc thu hút được lượng vốn lớn để phát triển kinh doanh.

Hoạt động giao dịch TPDN Hàn Quốc cũng giống như TPCP được thực hiện cả trên thị trường tập trung- Sở Giao dịch Chứng khoán Hàn Quốc (Korean Exchange – KRX) và thị trường phi tập trung (OTC) do Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán (Korean Securities Dealers Association - KSDA) điều hành, ngoài ra hoạt động giao dịch TPDN còn được thông qua hệ thống môi giới (inter – dealer broker – IDB). Tuy nhiên, hoạt động của IDB vẫn chưa sôi động do thiếu vai trò của các tổ chức đầu tư lớn trong giao dịch trái phiếu.

Bên cạnh đó, các hoạt động hỗ trợ thị trường TPDN cho thị trường cũng được quan tâm và phát triển. Cụ thể là:

Thứ nhất, vai trò định mức tín nhiệm được nhìn nhận và có sự cải thiện. Hoạt động của các tổ chức định mức tín nhiệm trước năm 1997 hết sức mờ nhạt do hầu hết các TPDN đều được bảo đảm bởi ngân hàng. Nhưng sau năm 1998, vai trò của các tổ chức định mức tín nhiệm ngày càng trở nên quan trọng trong việc phát hành TPDN trên thị trường sơ cấp. Để nâng cao tiêu chuẩn định mức tín nhiệm theo tiêu chuẩn quốc tế, tháng 08/1998, tổ chức Dịch vụ Định mức Tín nhiệm cho các nhà đầu tư Hàn Quốc (Korea Investors Service – KIS) được thành lập năm 1985 đã liên doanh với Moody's Investors Service để có thể đánh giá một cách chính xác và khách quan hệ số tín nhiệm với các loại trái phiếu tại Hàn Quốc. Ngoài KIS, các tổ chức định mức tín nhiệm được hình thành sau đó như Đánh giá tín nhiệm và Thông tin quốc gia (National Information and Credit Evaluation – NICE) và Công ty Định mức Tín nhiệm và Quản trị Hàn Quốc (Korea Management and Credit Rating Corporation). Các tổ

chức định mức tín nhiệm sử dụng bậc thang đánh giá chung, bao gồm 10 cấp bậc khác nhau từ AAA đến D tùy theo mức độ rủi ro của TPDN. Khi tổ chức phát hành có nhu cầu phát hành TPDN, theo quy định, các tổ chức này phải có đánh giá của các tổ chức định mức tín nhiệm. Mức tín nhiệm của TPDN có thể được dùng như một tiêu chí đối với nhà đầu tư khi doanh nghiệp có nhu cầu phát hành hoặc nhà đầu tư giao dịch. Ngoài ra, các mức tín nhiệm này còn có thể được dùng để thực hiện định giá theo giá thị trường đối với các trái phiếu đang lưu hành¹⁹.

Thứ hai, KSDA xây dựng và đưa ra một số chỉ số mới của thị trường trái phiếu như Chỉ số khảo sát thị trường trái phiếu BMSI (Bond Market Survey Index – BMSI), chỉ số tập trung thị trường HHI (Herfindahl Hirschman Index) và Chỉ số rủi ro tín dụng thị trường MCRI để giúp các nhà đầu tư có thể dự báo biến động của thị trường và rủi ro tín dụng.

Thứ ba, tăng tính minh bạch của thị trường trái phiếu với yêu cầu xác định giá trái phiếu trên cơ sở bù tiền theo biến động thị trường (mark – to – market bond value) và lợi suất trái phiếu thị trường. Biến động lãi suất là rủi ro quan trọng khiến các nhà đầu tư trên thị trường phải cẩn trọng khi đầu tư trái phiếu và phòng vệ rủi ro biến động lãi suất. Hệ thống thông tin biến động lãi suất và các động thái về chính sách tiền tệ của Ngân hàng trung ương Hàn Quốc cũng được công bố công khai để các thành viên thị trường theo dõi và điều chỉnh danh mục đầu tư của mình.

Kết quả của quá trình cải tổ đã mang lại những thành công nhất định cho thị trường trái phiếu Hàn Quốc. Với chiến lược phát triển thị trường TPCP để hỗ trợ cho thị trường TPDN phát triển, nên mặc dù thị trường TPDN có qui mô giảm tương đối so với TPCP nhưng thị trường TPDN đã có những biến đổi căn bản về chất với nhiều chủng loại hàng hóa xuất hiện trên thị trường và sự hỗ trợ của các trung gian tài chính đã góp phần gia tăng tính minh bạch, thanh khoản và ổn định cho thị trường TPDN Hàn Quốc.

Kinh nghiệm từ Nhật Bản

Trong khu vực Châu Á nói chung và nhóm ASEAN +3 nói riêng, Nhật Bản được đánh giá là một nền kinh tế đã phát triển. Theo báo cáo của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB)²⁰, thị trường trái phiếu Nhật Bản phát triển với quy mô lớn nhất Châu Á và là một trong những thị trường có mức độ hội nhập quốc tế mạnh mẽ nhất khu vực²⁰. Quy mô thị trường trái phiếu từ 3.663 tỷ USD vào cuối năm 2000 tăng lên 10.720 tỷ USD vào cuối năm 2010 và đến cuối năm 2020, đạt 12.058 tỷ USD. Vai trò quan trọng của thị trường trái phiếu Nhật Bản trong nền kinh tế càng được thể hiện

rõ khi quy mô của thị trường so với GDP chỉ đạt mức 78% vào năm 2000, thì từ sau 2004, tỷ lệ này toàn trên 100% và sau năm 2016, tỷ lệ này là trên 200%, cuối năm 2020, quy mô thị trường trái phiếu so với GDP đạt 232%, cao nhất khu vực Châu Á. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2000 – 2020, kết cấu thị trường có sự chiếm lĩnh đáng kể của TPCP với tỷ lệ trên 80%, còn thị trường TPDN chỉ chiếm trung bình khoảng 10% như Hình 4.

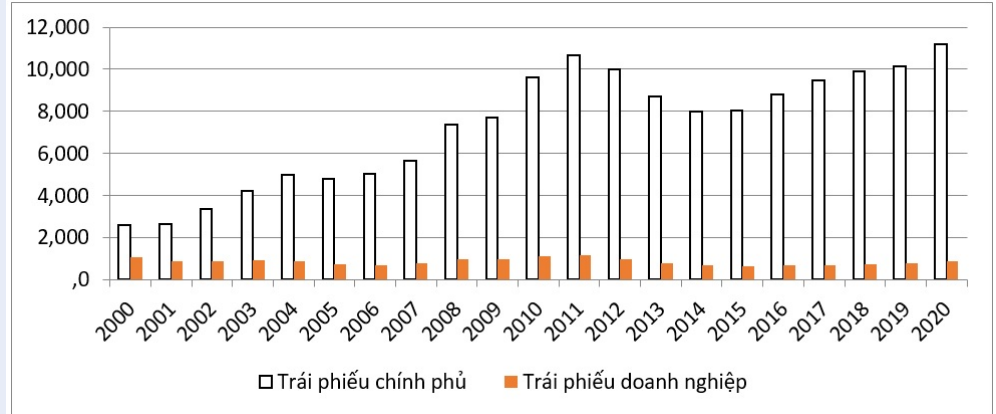
Tuy thị trường TPDN ở Nhật Bản không phát triển bằng thị trường TPCP nhưng cũng đã có những bước phát triển đáng kể, về quy mô giá trị tuyệt đối của thị trường vẫn là giá trị “đáng mơ ước” của nhiều nước trong khu vực. Và mô hình phát triển thị trường TPDN tại Nhật Bản được xem là mô hình tốt nhất cho các nước mới nổi trong khu vực Châu Á, đặc biệt là khu vực ASEAN +3, học tập và vận dụng.

Thành công nổi bật nhất của thị trường TPDN gắn với việc tự do hóa đồng Yên là sự “mở cửa” ra thị trường quốc tế để các thành phần tham gia thị trường một cách dễ dàng từ các tổ chức phát hành đến cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Các cơ chế phát hành cứng nhắc, các điều khoản phát hành được xác định theo một công thức sẵn rập khuôn, việc phát hành với số lượng hạn chế được thay thế bằng các điều khoản và điều kiện phát hành phù hợp với hoàn cảnh thực tiễn và điều kiện của thị trường.

Qua hai thập kỷ với những nỗ lực đáng kể, thị trường tài chính Nhật Bản đã vượt qua sự cô lập từ các thị trường nước ngoài thông qua những hoạch định chính sách đúng đắn và sự cải thiện của các thành phần tham gia thị trường. Năm 2008, việc sửa đổi Đạo luật về các công cụ tài chính và hối đoái (FIEA) ban hành năm 2006 được xem là một phần kế hoạch nâng cao khả năng cạnh tranh của thị trường tài chính nói chung và thị trường vốn nói riêng của Nhật Bản. Bằng cách thiết lập khuôn khổ luật pháp cho thị trường hướng tới việc chuyên nghiệp hóa nhà đầu tư, xây dựng một hệ thống chào bán riêng cho các nhà đầu tư được chỉ định và thị trường trao đổi các công cụ tài chính. Việc này đã cung cấp khung pháp lý cho việc thiết lập một thị trường chứng khoán mới dành cho những nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Ngoài ra, hệ thống thuế cũng được cải cách để khuyến khích sự đầu tư vào thị trường TPDN, bằng cách giảm thuế xuống mức 0% đối với doanh thu từ TPDN nội tệ do người không cư trú nắm giữ. Điều này được xem là một điểm nhấn giúp thị trường TPDN nội tệ Nhật Bản phát triển và thu hút sự đầu tư từ nước ngoài.

Sau khi trải qua nhiều cải cách mang tính hệ thống, thị trường TPDN ở Nhật Bản đã phát triển thành một thị trường tự do và hiệu quả, đóng vai trò quan trọng trong việc cấp vốn cho doanh nghiệp. Bất chấp



Hình 4: Quy mô thị trường trái phiếu Nhật Bản trong giai đoạn 2000 – 2020 (Đơn vị tính: Tỷ USD) (Nguồn: Asian-BondsOnline, ADB¹²)

cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2008 hay những ảnh hưởng đáng kể trong những năm đầu 2011 bởi thảm họa động đất và sóng thần, thị trường TPDN Nhật Bản đã nhanh chóng phục hồi và mở rộng, được thể hiện qua số liệu trên thị trường trái phiếu chuyên nghiệp Tokyo – TPBM (The Tokyo PRO – BOND) và thị trường trái phiếu không cư trú.

Kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN tại Nhật Bản được tóm lược qua các điểm chính sau:

- Tuân thủ quy luật thị trường trong việc xác định lãi suất trái phiếu

Vào những năm 1970, thị trường trái phiếu Nhật Bản chủ yếu hoạt động trong môi trường mà lãi suất bị kiểm soát bởi chính quyền. Thị trường Nhật Bản có một hệ thống phân cấp lãi suất mà đứng đầu là các TPCP với lãi suất rất thấp. Việc xác định lãi suất của các loại trái phiếu khác như trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu do ngân hàng bảo lãnh và TPDN sẽ phụ thuộc vào xếp hạng tín nhiệm và mức lãi suất của TPCP. Khi lãi suất áp dụng cho TPCP được xác định bởi các cơ quan quản lý ở mức thấp hơn lãi suất thị trường thì các loại trái phiếu khác cũng tuân theo mức lãi suất kiểm soát đó. Trong giai đoạn đầu của thị trường trái phiếu Nhật Bản, lãi suất trái phiếu được xác định không theo quy tắc của thị trường đã kiềm hãm sự phát triển thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN Nhật Bản nói riêng. Năm 1984, Nhật Bản bắt đầu tiến hành mạnh mẽ việc mở cửa toàn diện thị trường tài chính của mình với hàng loạt các chính sách nhằm thay đổi, cải tổ hệ thống tài chính quốc gia, trong đó, có việc tự do hóa đầu tư chứng khoán trong nước và đầu tư ra nước ngoài. Điều này đã dẫn đến việc tự do hóa

lãi suất trên thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng, việc kiểm soát lãi suất trái phiếu được bãi bỏ hoàn toàn. Kể từ đó, lãi suất liên ngân hàng qua đêm cung cấp lãi suất cơ bản cho lãi suất ngắn hạn và giá TPDN bắt đầu tuân thủ theo quy luật thị trường.

- Hội nhập tài chính quốc tế

Hội nhập tài chính đã tạo ra động lực tích cực cho sự phát triển của thị trường trái phiếu Nhật Bản nói chung và thị trường TPDN nói riêng. Sự kiện năm 1973, trái phiếu Samura, là trái phiếu quốc tế do Chính phủ, các tổ chức nước ngoài hay các tổ chức quốc tế phát hành bán trên thị trường chứng khoán Nhật Bản nhằm mục đích huy động vốn bằng đồng Yên Nhật, đầu tiên ra đời, đánh dấu sự “mở cửa” cho thị trường trái phiếu Nhật Bản nói chung và thị trường TPDN nói riêng trong quá trình tự do hóa đồng Yên của Nhật Bản. Thời gian đầu, người phát hành trái phiếu Samurai phần lớn là các chính phủ nước ngoài hoặc chính quyền địa phương nước ngoài. Song càng về sau, đối tượng phát hành càng trở nên đa dạng. Sự ra đời của loại trái phiếu này được sự ủng hộ của các thành viên thị trường bởi nó không chỉ tạo ra cơ hội kinh doanh mới mà còn giúp hội nhập thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp trong nước của Nhật Bản.

- Công bố thông tin rõ ràng, minh bạch để cải thiện độ tin cậy và chính xác của giá tham chiếu TPDN

Việc công bố thông tin về giao dịch TPDN nhằm mục đích tăng cường tính minh bạch và duy trì uy tín về thông tin giá trái phiếu là vấn đề quan trọng để kích

hoạt sự phát triển của thị trường TPDN Nhật Bản. Tháng 11/2015, Hiệp hội các nhà kinh doanh chứng khoán Nhật Bản JSDA (Japan Securities Dealers Association) đã hình thành một hệ thống công bố và báo cáo thông tin về giá giao dịch thực tế của TPDN đáp ứng các tiêu chí xếp hạng tín nhiệm (từ mức xếp hạng AA trở lên) với quy mô giao dịch vượt trên 100 triệu JPY. Thông tin giao dịch sẽ được thông báo cho JSDA thông qua các công ty thành viên như Trung tâm lưu ký chứng khoán – JASDEC (Japan Securities Depository Center), bao gồm các thông tin như: giao dịch trong ngày, giá thực hiện và các thông tin liên quan khác như ngày hợp đồng, mã ISIN, tên trái phiếu phát hành, ngày đáo hạn, lãi suất trái phiếu và khối lượng giao dịch. Những thông tin này sẽ được công bố công khai trên trang web của JSDA vào ngày làm việc tiếp theo.

- Chú trọng hoạt động xếp hạng tín nhiệm

Hệ thống định mức tín nhiệm TPDN ở Nhật Bản chính thức ra đời vào năm 1977, ngoài những tổ chức định mức tín nhiệm lớn của nước ngoài tham gia vào thị trường thì nhiều tổ chức định mức tín nhiệm lớn ở Nhật Bản đã được thành lập trong đó có một số ít tổ chức định mức tín nhiệm độc lập.

Thị trường TPCP phát triển vượt bậc tạo động lực cho sự phát triển của thị trường TPDN. Với hạ tầng cơ sở thị trường được đầu tư, hiện đại hóa; đa dạng và hoàn thiện các thành phần tham gia thị trường, trong đó chú trọng các nhà đầu tư và các nhà tạo lập thị trường lớn, uy tín và chuyên nghiệp, cải thiện và tăng tính thanh khoản và minh bạch cho thị trường là các yếu tố thúc đẩy thị trường TPDN Nhật Bản phát triển, là hình mẫu học tập để các quốc gia trong khu vực ASEAN +3 áp dụng phát triển thị trường TPDN của mình.

Kinh nghiệm từ Trung Quốc

Theo báo cáo của ADB (2018)¹⁸, Trung Quốc trở thành thị trường trái phiếu lớn nhất tại khu vực Đông Á với 9,2 nghìn tỷ USD trái phiếu đang lưu hành, chiếm 72% tổng thị trường toàn khu vực, trong đó, thị trường TPDN Trung Quốc thời gian vừa qua đã có sự phát triển mạnh mẽ đáp ứng kịp thời nguồn vốn đầu tư, kinh doanh cho các doanh nghiệp trong nước¹⁸.

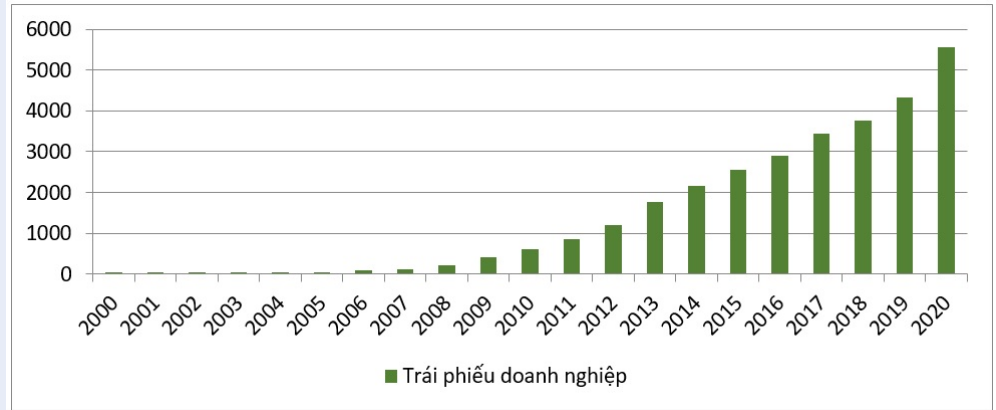
Thị trường TPDN của Trung Quốc bắt đầu hình thành vào năm 1982. Trong giai đoạn đầu phát triển, Thị trường TPDN Trung Quốc được đánh giá có tính thanh khoản thấp, số lượng TPDN niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) Thượng Hải và Thẩm Quyển còn ít và không giao dịch thường xuyên. Để tiến hành những cải cách nhằm thúc đẩy sự phát

triển của thị trường TPDN, Trung Quốc đã thực hiện nhiều biện pháp như: phát triển thị trường TPCP nhằm hỗ trợ cho thị trường TPDN, trong đó có việc định giá TPDN bằng việc tham chiếu TPCP, nâng cao tính thanh khoản của TPDN, xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm, quy định một số điều kiện dành cho doanh nghiệp muốn niêm yết trái phiếu trên SGDCK,... Nhờ vậy, thị trường TPDN tại Trung Quốc đã đạt được những kết quả khả quan, số lượng doanh nghiệp phát hành trái phiếu ra thị trường tăng đáng kể, chất lượng trái phiếu cũng được nâng cao, giao dịch trên thị trường phi tập trung OTC được cải thiện. Nếu như vào cuối năm 2000, tỷ lệ dư nợ TPDN Trung Quốc chiếm 1,72% thị trường trái phiếu, tương đương 0,29% tổng sản phẩm quốc dân (GDP), thì năm 2015, TPDN đã có những bước tiến dài khi chiếm tỷ lệ 35% trên thị trường, tương đương 24% GDP như Hình 5.

Cũng tương tự như các nước mới nổi trong khu vực Đông Á, TPCP chiếm tỷ lệ cao hơn TPDN trên tổng khối lượng trái phiếu toàn thị trường. Nguyên nhân là do chính phủ các nước đang tích cực sử dụng trái phiếu để đầu tư vào cơ sở hạ tầng và chi tiêu ngân sách để thực hiện các chính sách kinh tế quốc gia. Chi tiêu cho cơ sở hạ tầng đã thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPCP ở Thái Lan trong năm 2006, chi tiêu cho y tế và quốc phòng là nguyên nhân chính ở Hàn Quốc. Sự bùng nổ về dự trữ ngoại hối từ tháng 7 năm 2005 và đầu năm 2006 với việc đầu cơ tăng giá đồng Nhân dân tệ và sau đó là thặng dư tài khoản vãng lai ngày càng mở rộng, khiến Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc phát hành trái phiếu với mục đích thu hút dòng tiền thừa và làm hạn chế tình trạng mở rộng tín dụng quá mức²¹.

Đáng lưu ý, trong 6 tháng đầu năm 2020, tổng giá trị vỡ nợ TPDN Trung Quốc là 62,59 tỷ Nhân dân tệ, tương đương 9,68 tỷ USD - con số cao nhất trong nửa đầu năm kể từ 2014, theo dữ liệu từ Fitch Ratings. Trong đó, vỡ nợ trái phiếu của các doanh nghiệp quốc doanh chiếm hơn một nửa, vào khoảng 35,65 tỷ Nhân dân tệ. Tính cho cả năm 2020, tổng giá trị vỡ nợ TPDN Trung Quốc là 146,77 tỷ Nhân dân tệ, so với mức chỉ 1,34 tỷ Nhân dân tệ vào năm 2014 - năm không có doanh nghiệp quốc doanh nào của nước này vỡ nợ trái phiếu thì đây là một thực trạng báo động nghiêm trọng ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường TPDN không chỉ ở Trung Quốc mà còn đối với các quốc gia khác trên thế giới.

Mức vỡ nợ như vậy chưa phải là lớn so với quy mô thị trường TPDN Trung Quốc, nhưng một số vụ đã khiến nhà đầu tư lo sợ vì khiến họ phải thay đổi quan niệm bấy lâu rằng Bắc Kinh sẽ không để các công ty quốc doanh đổ vỡ. Điển hình là trường hợp của công



Hình 5: Quy mô thị trường TPDN Trung Quốc trong giai đoạn 2000 – 2020 (Đơn vị tính: Tỷ USD) (Nguồn: Asian-BondsOnline, ADB¹²)

ty quản lý nợ xấu Trung Quốc Huarong Asset Management Co. Thị trường đã một phen chao đảo khi Huarong không đưa ra được kết quả kinh doanh đúng thời hạn và giá trái phiếu USD của công ty này lao dốc. Giới phân tích nói rằng những vụ như Huarong là tín hiệu cho thấy sự “bảo đảm ngầm” của Chính phủ Trung Quốc đã thay đổi vì Bắc Kinh đang cố gắng cải thiện chất lượng thị trường trái phiếu, bằng cách để những công ty yếu kém tự bị loại khỏi thị trường. Tầm điểm chú ý của giới đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc hiện nay đang hướng đến Evergrande, tập đoàn bất động sản với 300 tỷ USD nghĩa vụ nợ. Tổ chức đánh giá tín nhiệm S&P ước tính rằng Evergrande phải thanh toán số nợ 240 tỷ Nhân dân tệ, tương đương 37 tỷ USD, trong 12 tháng tới, trong đó có khoảng 100 tỷ Nhân dân tệ phải thanh toán ngay trong năm nay. Giá trái phiếu Evergrande gần đây đã giảm xuống mức thấp kỷ lục, trong khi giá cổ phiếu tập đoàn này đã giảm 65% từ đầu năm. Nếu Chính phủ Trung Quốc không có động thái nào hỗ trợ Evergrande, thì đó sẽ là một tín hiệu rõ ràng rằng đối với Bắc Kinh, sẽ không có một DN nào được coi là “quá lớn để đổ vỡ” (An Huy, 2021)²².

Kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN tại Trung Quốc được tổng hợp qua các điểm sau:

Thứ nhất, đa dạng hóa các sản phẩm cung cấp trên thị trường TPDN. Ngoài các loại trái phiếu thông thường, các loại trái phiếu mới như trái phiếu tài chính ngắn hạn, tín phiếu trung hạn (MTNs), trái phiếu phát hành bởi ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng, trái phiếu phát hành bởi các tổ chức phi tài chính, trái phiếu của các doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) (còn gọi là Tín phiếu tổng hợp của DNNVV, đây là trái phiếu được phát hành bởi tập hợp nhiều DNNVV trên thị trường trái phiếu

liên ngân hàng với phương thức “một tên, trách nhiệm tương ứng, một chứng khoán và phát hành tập thể”),... Trung Quốc cũng thực hiện đa dạng hóa các công cụ tài chính hỗ trợ cho việc thanh toán TPDN như hợp đồng mua lại, hợp đồng kỳ hạn. Năm 2010, cơ cấu trái phiếu trên thị trường TPDN tại Trung Quốc gồm có Trái phiếu tài chính ngắn hạn chiếm 18,89%, tín phiếu trung hạn chiếm 35%, tín phiếu tổng hợp doanh nghiệp nhỏ và vừa là 0,08%, trái phiếu doanh nghiệp chiếm 37,98%, trái phiếu công ty niêm yết chiếm 4,5% và 3,2% là trái phiếu chuyển đổi thì năm 2016, Trung Quốc triển khai phát hành Trái phiếu xanh dành cho các doanh nghiệp hoặc dự án đầu tư vào lĩnh vực công nghệ năng lượng tái tạo, xanh, năng lượng sạch... với giá trị phát hành lên tới 238 tỷ Nhân dân tệ, trong đó 201,785 tỷ nhân dân tệ phát hành trên thị trường nội địa, bao gồm 66 loại trái phiếu như trái phiếu tài chính xanh, trái phiếu doanh nghiệp xanh, chứng khoán trung hạn xanh và chứng khoán xanh do 29 tổ chức phát hành (Bạch Thị Thanh Hà & Nguyễn Thị Vân Anh, 2019)²³.

Thứ hai, phát triển thị trường trái phiếu liên ngân hàng. Thị trường trái phiếu liên ngân hàng ngày càng đóng một vai trò quan trọng trong việc đảm bảo hoạt động lành mạnh của kinh tế vĩ mô Trung Quốc. Điều này thể hiện qua ba vấn đề: (i) giảm mức độ phụ thuộc của nền kinh tế vào hệ thống ngân hàng, giảm nhẹ rủi ro tài chính và nâng cao hiệu quả thị trường. (ii) thị trường liên ngân hàng giúp các ngân hàng thương mại được phép nắm giữ trái phiếu, điều chỉnh thanh khoản kịp thời và chủ động giảm mức dự trữ vượt quá mức. Và cuối cùng, trái phiếu thị trường liên ngân hàng là nơi mà ngân hàng trung ương tiến hành các hoạt động thị trường mở từ đó tạo phương thức kiểm

soát tiền tệ một cách gián tiếp thay vì tiến hành trực tiếp như trước đây.

Thứ ba, *phát triển thị trường giao dịch TPDN*. Năm 2010, thị trường TPDN bao gồm 3 bộ phận là Thị trường liên ngân hàng (chiếm 95% trong tổng số), Sàn giao dịch (4%) và còn lại là thị trường giao dịch phi tập trung OTC. Thị đến năm 2016, có thêm thị trường giao dịch trái phiếu FTZ (Free Trade Zone).

Thứ tư, *kiểm soát chặt chẽ các DN*, đặc biệt là các DN hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, bất động sản - là những ngành, lĩnh vực dễ xuất hiện tình trạng tăng trưởng nóng, trong việc phát hành trái phiếu để tránh tình trạng khủng hoảng “bong bóng” dẫn đến vỡ nợ đối với các DN này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến sự phát triển ổn định của thị trường TPDN.

Kinh nghiệm từ Malaysia

Trong khi đang phải đối mặt với những thách thức trong việc phát triển thị trường TPDN trong nước thì mức độ trưởng thành của thị trường TPDN Malaysia, điều chỉ có thể có ở một số ít các thị trường đã phát triển, là mơ ước đối với các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Mặc dù quy mô thị trường trong nước so với GDP chưa phải là cao nhất nhưng thị trường TPDN Malaysia là một thị trường phát triển tốt nhất so với các nước trong khu vực có quy mô và đặc điểm kinh tế tương đồng.

Sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu Malaysia bắt nguồn từ những năm 1970, khi chính phủ bắt đầu phát hành trái phiếu để đáp ứng nhu cầu tài trợ để phát triển đất nước. Vào cuối những năm 1986, thị trường TPDN tại Malaysia vẫn còn khá nhỏ bé so và gần như là không tồn tại trong thị trường tài chính khi mà thị trường cổ phiếu và thị trường TPCP đã đạt mức độ phát triển đáng kể. Năm 1987, quy mô thị trường TPDN Malaysia chỉ đạt 395 triệu MYR, tương đương 0,5% so với GDP, trong khi vốn hóa thị trường thị trường chứng khoán là 91% so với GDP (tương ứng 73,8 tỷ MYR) và dư nợ thị trường TPCP là 60,2% so với GDP (tương ứng 48,8 tỷ MYR). Tuy nhiên, bắt đầu từ thời điểm này, khu vực tư nhân càng đóng vai trò quan trọng hơn trong chiến lược phát triển kinh tế là nguyên nhân chính thúc đẩy thị trường TPDN Malaysia cải thiện và ngày càng tăng trưởng. Đặc biệt, bài học kinh nghiệm rút ra từ cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997 đã khiến chính phủ Malaysia đẩy mạnh nỗ lực phát triển thị trường TPDN nhằm cung cấp cho doanh nghiệp trong nước nguồn tài chính với cơ cấu kỳ hạn thích hợp ngoài nguồn tín dụng ngân hàng, giảm bớt rủi ro cho hệ thống tài chính. Nhờ nỗ lực của chính phủ cũng như những thành phần tham gia thị trường cùng với sự tăng

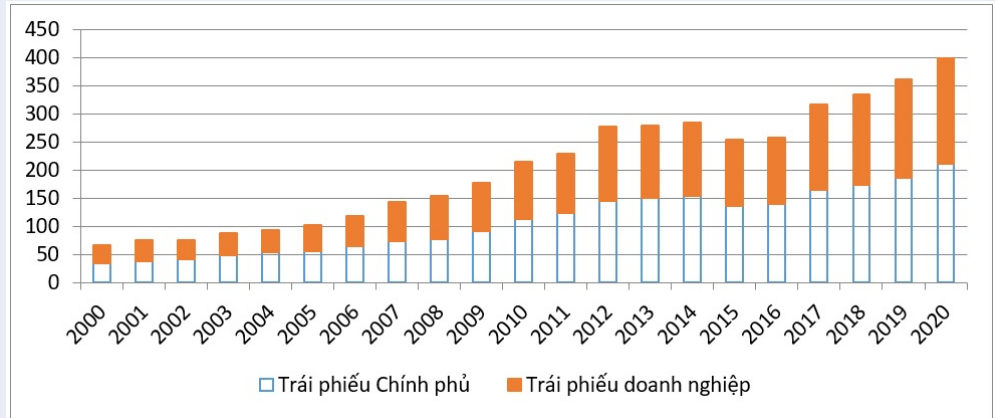
trường kinh tế mạnh mẽ, thị trường TPDN Malaysia đã có những bước tiến đáng kể. Thanh khoản dồi dào, lãi suất phù hợp là những yếu tố kích thích thị trường TPDN phát triển, tạo điều kiện cho khu vực tư nhân tiếp cận được nguồn vốn với chi phí cạnh tranh. Từ năm 2000 trở lại đây, giá trị phát hành TPDN đã vượt qua cả giá trị phát hành của TPCP. So với một số quốc gia Châu Á khác, tỷ lệ giá trị phát hành TPDN ở Malaysia ở mức khá cao. Năm 2004, quy mô thị trường lên tới 188 tỷ MYR, gấp 45 lần so với quy mô thị trường năm 1989, quy mô thị trường so với GDP là 37%. Năm 2005, giá trị phát hành TPDN của Malaysia chiếm tới 44,5% tổng giá trị phát hành trái phiếu (TPCP chiếm 55,5% còn lại), đứng thứ 3 sau Hồng Kông (100%) và Hàn Quốc (60%). Quy mô thị trường TPDN tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng trong những năm sau đó. Năm 2010, quy mô thị trường TPDN đã tăng gấp 2 lần so với năm 2005, giá trị thị trường đạt 101 tỷ USD, chiếm 47% dư nợ thị trường trái phiếu. Đến cuối năm 2020, quy mô thị trường TPDN so với GDP của Malaysia đứng thứ 2 với tỷ lệ là 54,3% như Hình 6, chỉ sau Hàn Quốc (84%) trong khu vực ASEAN +3.

Kinh nghiệm đúc kết từ thành công trong việc phát triển thị trường TPDN Malaysia (Ibrahim & Wong, 2005)²⁴ gồm các yếu tố sau:

Thứ nhất, cải thiện thủ tục phát hành trái phiếu. Để đơn giản hóa quá trình phát hành TPDN, Ủy ban Chứng khoán Malaysia đã ban hành bản Hướng dẫn chào bán chứng khoán nợ của doanh nghiệp (PDS – The Offering of Private Debt Securities) có hiệu lực vào tháng 7/2000 đã đóng một vai trò quan trọng trong việc cải thiện quy trình phát hành. Nếu như trước đây, giai đoạn giữa những năm 1990, quá trình phê duyệt phát hành trái phiếu có thể mất từ 9 đến 12 tháng, làm lãng phí thời gian và không khuyến khích doanh nghiệp tham gia vào thị trường trái phiếu. Nhờ sự ra đời của các nguyên tắc PDS, thời gian xử lý hồ sơ xin phát hành rút ngắn xuống còn 14 ngày kể từ ngày doanh nghiệp nộp đủ các tài liệu.

Bên cạnh đó, sự ra đời của chương trình đăng ký hạn sử dụng đã cung cấp cho các tổ chức phát hành sự linh hoạt hơn trong thời gian phát hành. Chương trình này cho phép các doanh nghiệp đủ điều kiện thực hiện nhiều đợt phát hành trái phiếu trong thời hạn hai năm chỉ với một lần phê duyệt hồ sơ với những tiêu chí nhất định. Hiệu quả của việc cải thiện thủ tục phát hành đã thu hút doanh nghiệp thông qua thị trường trái phiếu để lựa chọn cho mình một giải pháp tài trợ thay thế cho các khoản vay ngân hàng và thị trường cổ phiếu.

Thứ hai, đa dạng hóa sản phẩm. Khi thị trường trái phiếu phát triển trong những năm gần đây, hoạt động



Hình 6: Quy mô và cơ cấu thị trường TPDN Malaysia trong giai đoạn 2000 – 2020 (Đơn vị tính: Tỷ USD) (Nguồn: AsianBondsOnline, ADB¹²)

tài trợ vốn cho doanh nghiệp trở nên sôi động hơn với các giải pháp tài chính sáng tạo và đa dạng hơn để đáp ứng đa dạng nhu cầu về vốn đối với các tổ chức phát hành cũng như đa dạng hóa các giải pháp tài chính nhằm giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư.

Thứ ba, chú trọng hoàn thiện khung pháp lý nhằm phát triển thị trường TPDN. Chính phủ Malaysia chú trọng xây dựng khung chính sách phù hợp và hệ thống cơ sở hạ tầng đầy đủ kết hợp với tầm nhìn chiến lược, tình hình chính trị và kinh tế vĩ mô ổn định là nền tảng vững chắc cho sự phát triển thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng của quốc gia này. Việc tập trung xây dựng các Luật và hệ thống văn bản pháp lý hướng dẫn dưới Luật về thị trường trái phiếu đã giúp cho khung khổ pháp lý theo kịp sự phát triển của thị trường, điển hình như việc ban hành các hướng dẫn về Chào bán Chứng khoán nợ có tài sản đảm bảo (Guidelines on the Offering of Asset-backed Debt Securities) năm 2001 và Chào bán Chứng khoán Hồi giáo (Guidelines on Offering of Islamic Securities) năm 2004 đã tạo điều kiện trong việc đăng ký, phát hành cũng như tạo ra những sản phẩm mới cho thị trường.

Thứ tư, chú trọng đến việc xếp hạng tín nhiệm. Giai đoạn trước tháng 7/2000, các TPDN được phát hành ở Malaysia đều phải được xếp hạng tối thiểu bắt buộc từ mức BBB trở lên. Việc này không chỉ tạo niềm tin cho việc phát hành mà còn gián tiếp giúp các cơ quan xếp hạng tín nhiệm tương đối non trẻ của Malaysia (RAM và MARC) phát triển. Hai tổ chức này được thành lập vào các năm 1990 và 1995 để độc lập đưa ra những ý kiến về những rủi ro của doanh nghiệp phát hành trái phiếu đồng thời phổ biến thông tin cho các nhà đầu tư và những người quan tâm tới TPDN trong thời gian

ngắn nhất. Mặc dù, quy định về mức xếp hạng tối thiểu bị gỡ bỏ sau đó, nhưng hồ sơ tín dụng của các doanh nghiệp đa số vẫn đạt mức tín nhiệm A trở lên và chỉ khoảng 5% xếp hạng từ mức BBB trở xuống. Với nhu cầu lớn về các trái phiếu chất lượng cao của nhà đầu tư, trái phiếu do doanh nghiệp phát hành có xếp hạng tín nhiệm cao luôn có chỗ đứng trong thị trường với lợi thế cạnh tranh hơn.

BÀI HỌC KINH NGHIỆM VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP CHO VIỆT NAM

Sau khi nghiên cứu kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN của một số nước trong khu vực, một số bài học được rút ra cho Việt Nam trong quá trình phát triển thị trường TPDN như sau:

Thứ nhất, tiếp tục hoàn thiện khung khổ pháp lý để tạo môi trường minh bạch cho thị trường TPDN hoạt động. Kinh nghiệm rút ra từ các thị trường TPDN phát triển đó là tạo ra một sân chơi bình đẳng cho các bên tham gia thị trường. Chính phủ cần xây dựng khuôn khổ pháp lý theo kịp và phù hợp với sự phát triển của thị trường.

Thứ hai, phát triển thị trường TPCP làm nền tảng tạo đà phát triển cho thị trường TPDN. Ngoài việc hoàn thiện cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu, TPCP phát triển còn là cơ sở cung cấp đường cong lợi suất chuẩn để làm cơ sở tham chiếu cho các chứng khoán nợ, trong đó có TPDN.

Thứ ba, tăng cường hoạt động của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Việc thiếu những tổ chức xếp hạng độc lập, chất lượng thông tin của doanh nghiệp còn hạn chế, thiếu minh bạch là một trong số những hạn chế kìm hãm sự phát triển của thị trường TPDN Việt

Nam. Theo kinh nghiệm rút ra từ các nước, việc thành lập và hỗ trợ hoạt động của các công ty định mức tín nhiệm nhằm xếp hạng tín nhiệm cho các đơn vị phát hành trái phiếu giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận thị trường và cung cấp những sản phẩm chất lượng hơn cho khách hàng, giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư vì thông tin được minh bạch, giảm thiểu chi phí giao dịch.

Thứ tư, đa dạng hóa sản phẩm. Nghiên cứu phát triển các sản phẩm trái phiếu để tạo nguồn cung sản phẩm đa dạng cho thị trường, thu hút các tổ chức phát hành cũng như các nhà đầu tư tham gia vào thị trường TPDN.

Thứ năm, hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, đặc biệt chú trọng việc hoàn thiện và minh bạch hệ thống thông tin và công bố thông tin để tạo sự đảm bảo cho doanh nghiệp đồng thời tăng cường niềm tin của các nhà đầu tư đối với TPDN.

Thứ sáu, nâng cao nhận thức về tầm quan trọng của sự phát triển thị trường TPDN đối với các thành phần tham gia thị trường, đặc biệt là các doanh nghiệp. Phát triển thị trường TPDN sẽ giúp hệ thống tài chính quốc gia tránh được rủi ro về kỳ hạn, giảm sự phụ thuộc vào tín dụng của hệ thống ngân hàng, giảm chi phí sử dụng vốn cũng như chi phí giao dịch, cân bằng thị trường vốn với thị trường tiền tệ, đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường tài chính,... Đặc biệt, đối với doanh nghiệp, phát hành trái phiếu giúp doanh nghiệp tiếp cận thêm nguồn vốn mới ngoài tín dụng ngân hàng, chủ động sử dụng vốn với kỳ hạn phù hợp với mục đích đầu tư sản xuất, qua đó gia tăng năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp Việt Nam.

Thứ bảy, thu hút các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Tập hợp các nhà đầu tư đa dạng, bao gồm trong nước và nước ngoài, các nhà đầu tư tổ chức và cá nhân với khung thời gian đầu tư khác nhau và mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau là điều kiện cần để phát triển thị trường TPDN trong nước và nâng cao thanh khoản cho thị trường. Đặc biệt, cần thu hút những nhà đầu tư tổ chức lớn và chuyên nghiệp, vì đây là đối tượng có vai trò quan trọng trong việc tăng cường chiều sâu cho thị trường, mở rộng và đa dạng mạng lưới các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPDN nói riêng trong nước.

Thứ tám, ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, giữ vững nền kinh tế ổn định là động lực thúc đẩy thị trường tài chính quốc gia nói chung và thị trường TPDN phát triển ổn định.

Thứ chín, kiểm soát chặt chẽ các DN, đặc biệt là các DN hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, bất động sản - là những ngành, lĩnh vực dễ xuất hiện tình trạng tăng trưởng nóng, trong việc phát hành trái phiếu để tránh

tình trạng khủng hoảng “bong bóng” dẫn đến vỡ nợ đối với các DN này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến sự phát triển ổn định của thị trường TPDN.

KẾT LUẬN

Bài viết tìm hiểu và phân tích một vài kinh nghiệm phát triển thị trường TPDN tại bốn quốc gia có thị trường TPDN phát triển nhất trong khu vực ASEAN +3. Từ việc nhìn nhận về các chính sách, chiến lược áp dụng quản lý hoạt động đến thực trạng hoạt động của thị trường TPDN tại các quốc gia này để rút ra bài học kinh nghiệm cho Việt Nam, từ đó làm cơ sở cho việc đề xuất một số hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy sự phát triển thị trường TPDN tại Việt Nam.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

ADB: Ngân hàng Phát triển Châu Á (The Asian Development Bank)

ASEAN +3: Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á và ba quốc gia Đông Bắc Á (gồm Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc)

DN: Doanh nghiệp

TPCP: Trái phiếu chính phủ

TPDN: Trái phiếu doanh nghiệp

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kỳ xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Tác giả Đoàn Quỳnh Phương chịu trách nhiệm nội dung: viết và hoàn thiện nội dung.

Tác giả Trịnh Quốc Trung chịu trách nhiệm nội dung: xây dựng ý tưởng, kết cấu bài, góp ý chỉnh sửa để hoàn thiện nội dung bài báo.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Asian Development Bank. Bond market development in East Asia: issues and challenges. Manila, Philippines: Regional Economic Monitoring Unit; 2002.
2. Bhattacharyay BN. Financing Asia's infrastructure: modes of development and integration of Asian financial markets, ADBI Working. Vol. 229. Tokyo: Paper 2010; Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1654255>.
3. Thăng VN. Chính sách tài khóa. Vol. 2013 "Tái cơ cấu nền kinh tế một năm nhìn lại", truy cập tại; 2013. Tiếp tục tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, đảm bảo sự phát triển kinh tế bền vững. Kỳ yếu diễn đàn Kinh tế mùa xuân; Available from: <http://dl.ueb.vnu.edu.vn/handle/1247/9861>.
4. Eichengreen B, Luengnaruemitchai P. Why doesn't Asian have bigger bond markets?. National Bureau of Economic Research 2004, Working Paper 10576; Available from: <https://doi.org/10.3386/w10576>.
5. Bhattacharyay BN. Determinants of bond market development in Asia. J Asian Econ. 2013;24:124-37. doi: 10.1016/j.asieco.2012.11.002; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2012.11.002>.

6. Pradhan RP, Arvin MB, Hall JH, Bahmani S. Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development, and other macroeconomic variables: the case of ASEAN countries. *Rev Financ Econ.* 2014;23(4):155-73; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2014.07.002>.
7. Smaoui H, Grandes M, Akindede A. The determinants of Bond Market development: further evidence from emerging and developed countries. *Emerg Markets Rev.* 2017;32:148-67; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.06.003>.
8. Văn TM. Phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam. Luận án tiến sĩ. Hà Nội Trường Đại Học Kinh Tế Quốc Dân. 2010;.
9. Quang TV. Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam. Luận án tiến sĩ kinh tế. Hà Nội Học Viện Tài Chính. 2017;.
10. IMF. Global. Financ Stab Rep. October 2013;.
11. IMF. Global. Financ Stab Rep. April 2015;.
12. Website AsianBondsOnline; Available from: <https://asianbondsonline.adb.org/>.
13. World B. Weathering growing risks: East Asia and pacific economic update. October. 2019;.
14. World B. Doing business 2019. Comparing business regulation in 190 economies. October. 2019;.
15. World economic outlook. World Econ Outlook. October 2019 - Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers;.
16. Briers M, Cugenesan S, Martin P, Segara R. Asian bond markets: their role in the Asian crisis [SIRCA working paper]; 1999;.
17. Kim S, Park JH. Structural change in the corporate bond market in Korea after the currency crisis, BIS Papers No. 11. The development of bond markets in emerging economies. Bank for International Settlements; 2002;.
18. Asian Development Bank, ASEAN. +3 Bond market guide. Republic of Korea; May 2018;.
19. Thọ ND. Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu Hàn Quốc và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam. Tạp Chí Phát Triển Kinh Tế. 2008; số 216;.
20. Asian Development Bank, ASEAN. +3 Bond market guide 2016. Japan; 2016;.
21. Xiaochuan Z. China's corporate bond market development: lessons learned. BIS Papers No. 26. part 16; 2005. p. 7-10;.
22. An Huy. Quỹ Ngoại Lao Đảo Vì "ôm" trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc. Available from: <https://vneconomy.vn/quy-ngoai-lao-dao-vi-om-trai-phieu-doanh-nghiep-trung-quoc.htm> , ngày truy cập 3/3/2022;.
23. Thanh BT. Hà & Nguyễn thị Vân Anh. Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc và kinh nghiệm cho Việt Nam. Tạp Chí Nghiên Cứu Tài Chính Kế Toán. 2019, số 04;189:63-6;.
24. Ibrahim MB, Wong A. The corporate bond market in Malaysia [BIS papers]. Vol. 26(16); 2005. p. 114-28;.

Experience in developing the corporate bond market in ASEAN+3 countries and lessons for Vietnam

Doan Quynh Phuong^{1,*}, Trinh Quoc Trung²



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

¹Banking University of Ho Chi Minh City, Vietnam

²University of Economics and Law, VNUHCM, Vietnam

Correspondence

Doan Quynh Phuong, Banking University of Ho Chi Minh City, Vietnam

Email: phuongdq@buh.edu.vn

History

- Received: 04/03/2022
- Accepted: 29/9/2022
- Published: 15/10/2022

DOI : 10.32508/stdjelm.v6i3.1020



Copyright

© VNUHCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



ABSTRACT

Vietnam is viewed as having a banking-dependent financial system. The population's idle capital is mainly used to serve the investment needs of the economy indirectly through the banking system. Therefore, developing the stock market, particularly the corporate bond market, enables the economy to minimize its dependence on the banking system and generate capital for the economy. Issuing bonds is considered a method of raising money that has a number of advantages, including the ability to mobilize capital from all economic sectors. On the other hand, several comments in the research on promoting long-term capital financing suggest that the issuance of bonds also provides the market and investors with a financial tool, assisting in the diversification of investment portfolios and risk reduction. Developing the corporate bond market is not only in Vietnam but also becomes an urgent task than ever when the domestic, regional and world economies face numerous difficulties stemming from crises. According to the Asian Development Bank (ADB), one of the main reasons behind the 1997 Asian financial crisis was the excessive dependence of Asian economies on commercial banks for domestic financing. Asian countries have almost failed to diversify financial sources to finance businesses because these economies mainly rely on banks instead of other financial instruments, in particular. The bond market is still underdeveloped and quite small in size. Moreover, Asian countries need a substantial long-term source of capital (US\$750 billion per year 2010–2020) to develop infrastructure connectivity within and between economies in the region. Therefore, the restructuring of the financial system, in which the diversification of capital funding sources, specifically promoting the bond market in general and the corporate bond market in particular, becomes an indispensable need not only of especially in Vietnam but also in Asian countries, especially since the 1997 Thai currency crisis and the 2008 global financial crisis, through the bond market in general and the corporate bond market in particular, sources local and regional capital can be channeled into infrastructure projects and other productive investments over the long term. Having a well-developed local currency bond (including corporate bonds) market can enhance the resilience of domestic financial markets to external shocks and facilitate better intermediation between savings and investment. Invest in production in Asian countries, including Vietnam. Therefore, learning about the experience of developing the corporate bond market in a number of countries in the ASEAN+3 region, thereby drawing lessons from experience for Vietnam is critical for the country's development of the corporate bond market.

Key words: corporate bond market development, corporate bond, development, experience lessons, ASEAN +3

Cite this article : Phuong D Q, Trung T Q. Experience in developing the corporate bond market in ASEAN+3 countries and lessons for Vietnam. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 2022, 6(3):3236-3249.