PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP TRUNG QUỐC VÀ KINH NGHIỆM CHO VIỆT NAM

TS. Bạch Thị Thanh Hà - Ths. Nguyễn Thị Vân Anh*

Nếu tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc năm 1981 mới chỉ đạt 48,7 triệu nhân dân tệ (NDT) thì đến năm 1985 đã đạt 65,5 triệu NDT. Tại thời điểm 7/2018, quy mô thị trường trái phiếu Trung Quốc là 68,8% GDP (thị trường TPCP chiếm 49,8% tổng sản phẩm quốc nội (GDP), tỷ lệ dư nợ TPDN Trung Quốc chiếm 19% GDP). Để đạt được những kết quả đó là nhờ những cải tiến đổi mới liên tục trong cơ chế chính sách ở Trung Quốc. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam thời gian qua cũng đã có sự cải thiện đáng kể khi gia tăng cả về quy mô, loại hình trái phiếu huy động v.v... tuy nhiên vẫn chưa đạt được mục tiêu trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn thay thế cho hệ thống tín dụng. Bài viết này sẽ đề cập đến một số giải pháp hữu ích cho Việt Nam đúc rút từ kinh nghiệm phát hành trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc.

• Từ khóa: *thị trường trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc, chính sách, huy động vốn trái phiếu.*

If the total value of Chinese corporate bonds issued in 1981 was only 48.7 million yuan, then in 1985 it reached 65.5 million yuan. At the time of 7/2018, the Chinese bond market size was 68.8% of GDP (Government bond market accounted for 49.8% of the gross domestic product (GDP), the ratio of outstanding debt of Chinese corporate bonds accounted for 19% of GDP). To achieve those results is due to continuous innovation improvements in Chinese policy. Vietnam corporate bond market in the past time has also improved significantly when increasing both in size and type of mobilized bonds, etc. However, it has not achieved the goal of becoming a commander medium and long-term capital replacements for the bank credit system. This article will mention some useful solutions for Vietnam to draw from the experience of issuing Chinese corporate bonds.

• Keywords: *Chinese corporate bond market, policy, bond capital mobilization.*

Ngày nhận bài: 1/3/2019
Ngày chuyển phản biện: 11/3/2019
Ngày nhận phản biện: 15/3/2019
Ngày chấp nhận đăng: 19/3/2019

1. Đặt vấn đề

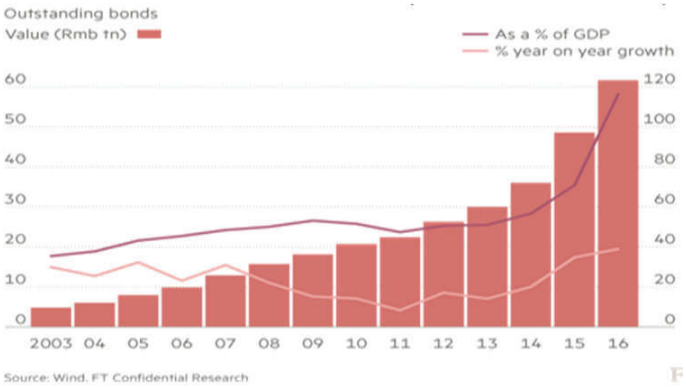
Theo Báo cáo của ngân hàng ADB (2018), tính đến cuối tháng 9/2018, Trung Quốc đã có thị trường trái phiếu lớn nhất tại khu vực Đông Á, với 9,2 nghìn tỷ USD trái phiếu đang lưu hành, chiếm 72% tổng thị trường khu vực. Trong khi đó thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TTTPDN) Việt Nam đạt mức tăng trưởng 2,9% theo quý và 31,6% theo năm. Về quy mô, tính đến cuối tháng 9 năm 2018, TTTPDN Việt Nam chỉ đạt 3 tỷ USD trên tổng quy mô 53 tỷ USD của thị trường trái phiếu, so với quy mô 130 tỷ USD của hệ thống tín dụng ngân hàng thì con số này còn hạn chế và đóng góp chưa đáng kể cho nền kinh tế. Việt Nam mới có 41 tổ chức phát hành TPDN chiếm tỉ lệ không đáng kể so với 561.064 doanh nghiệp đang hoạt động và 1.692 doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn chứng khoán. Từ những số liệu trên cho thấy thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam thời gian qua mặc dù có nhiều sự cải thiện hơn so với trước đây, tuy nhiên quy mô thị trường này đến nay vẫn còn rất nhỏ bé, tính thanh khoản còn yếu, chưa đáp ứng được nhu cầu của các doanh nghiệp đặc biệt là trong bối cảnh cuộc cách mạng công nghệ 4.0 đang đến gần, nhu cầu vốn đầu tư của các doanh nghiệp là rất lớn. Trong khi đó TTTPDN Trung Quốc thời gian vừa qua đã có sự bùng nổ mạnh mẽ đáp ứng kịp thời cho sự phát triển của nền kinh tế, chính vì vậy việc nghiên cứu một số kinh nghiệm phát triển TTTPDN của quốc gia này để phát triển cho TTTPDN Việt Nam là cần thiết.

** Học viện Tài chính*

2. Những cải cách nhằm phát triển TTTPDN Trung Quốc

Trung Quốc là thị trường trái phiếu lớn thứ ba thế giới. Theo số liệu từ Ngân hàng Trung ương Trung Quốc - PBoC (2017), các tổ chức và doanh nghiệp quốc tế, cũng như các chính phủ nước ngoài đến nay phát hành tổng cộng 68,7 tỷ nhân dân tệ (NDT) trái phiếu có mệnh giá bằng đồng NDT hoặc các quyền rút vốn đặc biệt. Hiện có 432 nhà đầu tư nước ngoài đầu tư gần 800 tỷ NDT vào thị trường trái phiếu Trung Quốc. Tại thời điểm 7/2018, quy mô thị trường trái phiếu Trung Quốc là 68,8% GDP (trong đó tỷ lệ dư nợ TPDN Trung Quốc chiếm 35% thị trường, tương đương 19% tổng sản phẩm quốc nội (GDP).

Biểu đồ: Lượng trái phiếu lưu hành ở Trung Quốc năm 2003-2016 (Nghìn tỷ NDT)



Để đạt được những kết quả đó là nhờ những cải tiến đổi mới liên tục trong cơ chế chính sách, bảng 1 hệ thống những cải cách của Trung Quốc trong thời gian qua.

Bảng 1: Những cải tiến và đổi mới của các trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc

Năm	Trái phiếu tài chính	Trái phiếu doanh nghiệp
1984	Trái phiếu tài chính cho vay đặc biệt	Trái phiếu doanh nghiệp
1992		Trái phiếu đầu tư xây dựng đô thị
1997	Trái phiếu ngân hàng chính sách, trái phiếu tài chính đặc biệt	
2001	Trái phiếu của các tổ chức phi tài chính	
2003	Trái phiếu USD trong nước	Trái phiếu tập hợp của các DNVVN
2004	Trái phiếu phụ thuộc của ngân hàng thương mại	
2005	Giấy tờ thương mại của công ty chứng khoán, trái phiếu của tổ chức nước ngoài (trái phiếu Panda)	Giấy tờ thương mại, Chứng khoán được bảo đảm tài chính tín dụng, Chứng khoán được bảo đảm tài sản do công ty chứng khoán phát hành
2006		Trái phiếu chuyển đổi
2007		Trái phiếu doanh nghiệp
2008		Trái phiếu có thể hoán đổi, MTN
2009		Ghi chú tập hợp các doanh nghiệp vừa và nhỏ
2010		Chứng khoán được hỗ trợ tài sản doanh nghiệp
2011	Trái phiếu thông thường của các ngân hàng thương mại	Phát hành riêng lẻ
2012		Phát hành trái phiếu riêng lẻ của các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
2013	Chứng chỉ tiền gửi có thể thương lượng liên ngân hàng	Trái phiếu có thể gia hạn
2014	Giấy tờ thương mại của công ty chứng khoán, Trái phiếu của công ty bảo hiểm, Trái phiếu tài chính đặc biệt cho nông nghiệp.	MTN vĩnh viễn, Trái phiếu doanh thu dự án.
2015	Giấy chứng nhận tiền gửi, Trái phiếu tài chính định hướng	
2016	Trái phiếu tài chính xanh; trái phiếu SDR, Dự án liên kết tài chính giảm nghèo.	TPDN xanh; TPDN đổi mới công nghệ.

Nguồn: China's bond Market Overview 2016.

Nếu tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc năm 1981 mới chỉ đạt 48,7 triệu NDT, thì đến năm 1985 đã đạt 65,5 triệu NDT. Tuy nhiên, trái phiếu doanh nghiệp có tính thanh khoản thấp bởi đến năm 1996, chỉ có 5 trái phiếu doanh nghiệp được niêm yết tại Sở giao dịch Thượng Hải và 1 TPDN được niêm yết tại Sở Giao dịch Thâm Quyến. Để cải thiện tình hình đó, Trung Quốc đã có những cải cách mạnh mẽ, như: (i) định giá trái phiếu doanh nghiệp căn cứ vào trái phiếu Chính phủ; (ii) nâng cao tính thanh khoản của trái phiếu bằng cách xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm. Đồng thời, Trung Quốc đưa ra những điều kiện chặt chẽ hơn đối với doanh nghiệp muốn niêm yết trái phiếu trên Sở giao dịch, ví dụ doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu từ 1 tỷ nhân dân tệ trở lên thì phải đạt mức tín nhiệm là AAA. Từ

đó đã góp phần gia tăng đáng kể số lượng doanh nghiệp tham gia phát hành trái phiếu. Số lượng nhà đầu tư tham gia thị trường liên ngân hàng đã lên tới hơn 5.200 từ cuối năm 2004. Các nhà đầu tư tham gia thị trường này hiện nay bao gồm: các ngân hàng, công ty chứng khoán, quỹ tương hỗ, bảo hiểm công ty tài chính khác, các tổ chức phi ngân hàng và các tổng công ty. Tổng giá trị số lượng trái phiếu phát hành ngày càng tăng và trái phiếu ngân hàng trung ương, định chế tài chính vẫn là sản phẩm chính trên thị trường sơ cấp. Nhà đầu tư tổ chức chiếm một tỷ lệ số lượng rất nhỏ tại thị trường trái phiếu Trung Quốc. Các nhà đầu tư cá nhân chiếm đa số, hoạt động mang tính chất đầu cơ cao, ảnh hưởng lớn đến tính ổn định của thị trường.

Bảng 2: Một số quy định về việc phát hành các công cụ nợ ở Trung Quốc

Loại hình trái phiếu	Kỳ hạn (năm)	Đơn vị quản lý	Thị trường giao dịch
Trái phiếu tài chính ngắn hạn (CPs)	< 1	Hiệp hội thương mại liên ngân hàng và ngân hàng nhân dân Trung Quốc	Thị trường liên ngân hàng
Tín phiếu trung hạn (MTNs)	2 - 10	Hiệp hội thương mại liên ngân hàng và ngân hàng nhân dân Trung Quốc	Thị trường liên ngân hàng
Tín phiếu tổng hợp của DNNVV	3 - 5	Hiệp hội thương mại liên ngân hàng và ngân hàng nhân dân Trung Quốc	Thị trường liên ngân hàng
Trái phiếu doanh nghiệp	3 - 15	Ủy ban cải cách và Phát triển (NDRC)	Thị trường liên ngân hàng & sàn giao dịch
Trái phiếu công ty niêm yết	3 - 10	Ủy ban điều tiết chứng khoán Trung Quốc (CSRC)	Sàn giao dịch
Trái phiếu chuyển đổi	3 - 10	CSRC	Sàn giao dịch

Nguồn: Ngân hàng Hưng Nghiệp Trung Quốc (2011)

Qua Bảng 2 cho thấy, ở Trung Quốc, ngoài các loại trái phiếu thông thường còn có loại trái phiếu của các doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) còn được gọi là Tín phiếu tổng hợp của DNNVV - Bằng cách tập hợp nhiều DNNVV lại để phát hành, thông qua công ty tái bảo đảm để tăng cấp tín dụng do DNNVV từ đó DNNVV có thể phát hành thuận lợi.

Bảng 3: Quy mô giao dịch trên thị trường trái phiếu Trung Quốc năm 2016

ĐVT: Nghìn tỷ NDT

Chỉ tiêu	Thị trường trái phiếu liên ngân hàng	Thị trường giao dịch	Thị trường OTC của ngân hàng thương mại	Thị trường trái phiếu FTZ
Số tiền phát hành	19,49	2,86	0,20	0,003
Số tiền giao dịch	731,02	232,20	0,009	0,00039
Số tiền lưu ký	51,86	4,45	0,69	0,003

Nguồn: CCDC, 2017

Nếu năm 2010 thị trường trái phiếu Trung Quốc bao gồm 3 bộ phận là: Thị trường liên ngân hàng (chiếm trên 95% trong tổng số), Sàn giao dịch (4%) và còn lại là OTC, thì đến nay gồm 4 thị trường như bảng 3.

3. Những kết quả đạt được

Các doanh nghiệp Trung Quốc sử dụng nợ vay cao nhất thế giới, quy mô nợ vay trái phiếu ngày càng tăng. Thị trường trái phiếu ngày càng phát triển, cụ thể:

Thứ nhất, đa dạng hoá các sản phẩm cung cấp trên thị trường TPDN, Trung Quốc đã thực hiện đa dạng hóa các công cụ như hợp đồng mua lại, hợp đồng kỳ hạn chính thức được sử dụng lần lượt từ tháng 5/2004 và 6/2005, ngoài ra còn có các sản phẩm nợ khác như trái phiếu phát hành bởi ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng, TPDN ngắn hạn, TPDN phát hành bởi các tổ chức phi tài chính…Nếu năm 2010 mới chỉ có các dạng trái phiếu như: Trái phiếu tài chính ngắn hạn (18,89%); Tín phiếu trung hạn (35%); Tín phiếu tổng hợp DNNVV (0,08%); Trái phiếu DN (37,98%); Trái phiếu công ty niêm yết (4,5%); Trái phiếu chuyển đổi (3,2%) thì Trái phiếu xanh dành cho các doanh nghiệp, hoặc dự án đầu tư lĩnh vực công nghệ năng lượng tái tạo, xanh, năng lượng sạch… cũng đã bắt đầu được triển khai ở Trung Quốc từ năm 2016. Dựa trên các tiêu chuẩn được xác định trong Danh mục Dự án do Green Bond tài trợ do Ủy ban Tài chính Xanh của Hiệp hội Tài chính & Ngân hàng Trung Quốc xuất bản. Năm 2016, trái phiếu xanh do các nhà phát hành Trung Quốc trong và ngoài nước phát hành lên tới 238 tỷ NDT, xếp hạng lớn nhất trên thế giới, trong đó trái phiếu xanh được phát hành trên thị trường nội địa đạt 201,785 tỉ NDT, bao gồm 66 loại 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.

Thứ hai, huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu giúp nhà phát hành chủ động trong việc sử dụng vốn cho dự án đầu tư hơn phát hành cổ phiếu, kèm theo đó là chi phí rẻ hơn. Bằng cách cho phát hành và sử dụng trái phiếu nội địa, Trung Quốc tránh được việc phải huy động vốn trên thị trường quốc tế, một động tác dễ tạo ra áp lực đối với việc định giá đồng NDT.

Thứ ba, thị trường trái phiếu liên ngân hàng đóng một vai trò ngày càng quan trọng trong việc bảo đảm hoạt động lành mạnh của kinh tế vĩ mô Trung Quốc. Cụ thể: *Một là,* đã giảm mức độ quá phụ thuộc của nền kinh tế vào hệ thống ngân hàng tín dụng, giảm nhẹ rủi ro tài chính và nâng cao hiệu quả thị trường. *Hai là,* thị trường liên ngân hàng giúp các ngân hàng thương mại được phép nắm giữ trái phiếu, điều chỉnh thanh khoản kịp thời và giảm mức dự trữ vượt quá mức. *Ba là,* các trái phiếu thị trường liên ngân hàng là nơi mà các ngân hàng trung ương tiến hành các hoạt động thị trường mở từ đó tạo phương thức kiểm soát tiền tệ gián tiếp thay vì phương pháp hành chính trực tiếp như trước đây.

4. Một số bất cập trong thị trường trái phiếu Trung Quốc

Một số trong những hạn chế sau đây có thể vẫn còn cản trở sự phát triển của Thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Trung Quốc trong thời gian tới.

- Sự thiếu vắng hệ thống đánh giá tín dụng khiến nhà đầu tư khó đánh giá rủi ro.

- Thiếu công bố thông tin cho nhà đầu tư, do không báo cáo tài chính đầy đủ và chưa có quy định về chuẩn mực các công ty kiểm toán bên ngoài,

- Bảo lãnh phát hành và mua lại thường theo định hướng của Chính phủ. Hơn nữa, chưa xác định được các chủ thể nào chịu trách nhiệm khi các công ty phát hành không thành công, chưa có sự phân biệt rạch ròi giữa chủ thể phát hành, đại lý doanh số bán hàng và đại lý mua lại. Tuy nhiên, một khi được đảm bảo bởi ngân hàng, các trái phiếu này giống như một khoản tiền gửi có lãi suất cao tại một ngân hàng thương mại. Do phí bảo lãnh cao nên chi phí phát hành cao hơn mức thông thường.

- Trái phiếu nhằm mục tiêu vào bán lẻ chứ không phải cho tổ chức đầu tư - Những người có khả năng đánh giá rủi ro có hiệu quả trên thị trường.

- Các Luật phá sản hiện tại không cung cấp mặc định cho các nhà đầu tư biện pháp thanh lý có hiệu quả. Ví dụ người phát hành có thể biến mất mà không qua thủ tục pháp lý nào cả vì vậy, quyền đòi nợ của chủ nợ chưa được bảo đảm.

5. Một số vấn đề rút ra cho Việt Nam

Một là, bổ sung khung pháp lý cho phép doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp khởi nghiệp huy động vốn trái phiếu.

Các doanh nghiệp khởi nghiệp ở Việt Nam, doanh nghiệp vừa và nhỏ và nhất là các doanh nghiệp muốn đổi mới công nghệ có nhu cầu vốn đầu tư lớn hoàn toàn có thể học tập doanh nghiệp Trung Quốc trong việc tập hợp lại thành nhóm doanh nghiệp để huy động vốn trái phiếu thông qua sàn giao dịch OTC.

Hai là, tiếp tục phát triển hệ thống định mức tín nhiệm tạo cơ sở đánh giá mức độ rủi ro trái phiếu doanh nghiệp cho các nhà đầu tư.

Ba là, có chính sách hỗ trợ để các dự án xanh phát triển bền vững được triển khai vào thực tiễn hơn. Mặc dù đã có những chính sách khuyến khích đầu tư như tạo điều kiện thuận lợi về cơ sở vật chất, chính sách ưu đãi về thuế v.v… nhưng cái khó khăn nhất đối với doanh nghiệp khởi nghiệp, doanh nghiệp vừa và nhỏ - chiếm đại đa số trong tổng số doanh nghiệp ở Việt Nam là vốn thì cần có chính sách cụ thể hơn như sớm đưa ra định hướng cho phép những doanh nghiệp này có thể phát hành trái phiếu để huy động vốn đặc biệt là đối với những dự án xanh góp phần phát triển bền vững.

Tài liệu tham khảo:

Ngân hàng Hưng Nghiệp Trung Quốc (2011), Thị trường trái phiếu Trung Quốc, Báo cáo khoa học Thị trường vốn Trung Quốc.

China Central Depository & Clearing Co.Ltd - CCDC (2017), China's bond Market Overview 2016.

Liangping Xu (2011), Thị trường vốn Trung Quốc: Xây dựng hệ thống thị trường vốn đa tầng ở Trung Quốc: Tình hình phát triển và phương hướng tương lai, Báo cáo khoa học, Thượng Hải, Trung Quốc.

www.chinabond.com.cn